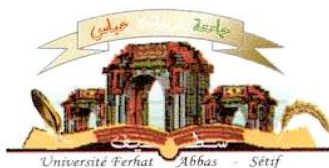


REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR
ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE
UNIVERSITE FERHAT ABBAS-SETIF



FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES
DE GESTION ET SCIENCES COMMERCIALES

THÈSE

En vue de l'obtention du diplôme
DOCTORAT EN SCIENCES
Option : SCIENCES ÉCONOMIQUES

Présentée par :
NASRI Zahir

THÈME

**Développement financier, structure financière et croissance
économiques : Analyse appliqué au cas Algérien (1970-2015)**

Soutenue publiquement le 2019/2000

DEVANT LE JURY

Président	GUETTAF Leila	Pr. UFA Sétif 1
Directeur	MELIANI Hakim	Pr. UFA Sétif 1
Examineurs	BEN NAAMOUN Hamado	Pr. Université constantine 2
	KHALOUT Allaoua	Pr. Université batna 2
	BIA chabane	Pr. Université tizi ouzou
	AOUISSI Amin	MCA. UFA Sétif 1

SOMMAIRE :

Introduction.....	05
Partiel : Développement Financier et Croissance Economique.	10
Chapitre1 : Le Développement du système financier.....	11
Section 1 : Le système financier	
1 -1- Définition du système financier.....	12
1-2-Fonctions du système financier.....	16
Section 2 : Développement du système financier.....	18
Section 3 : Les indicateurs du développement financier.....	21
1- Les indicateurs récents du développement financier	21
1- Les indicateurs quantitatifs (traditionnels) de développement financier.....	25
Chapitre 2 : Développement financier et croissance économique : une revue de littérature théorique et empirique.....	31
Section 1 : Théories et modèles de croissance économique.....	32
1- La croissance économique.....	33
1-1- La croissance économique et ses instruments de mesure.....	34
2-Théories modernes et modèles de croissance endogène	35
2-1-Les modèles de croissance endogène sans système financier.....	36
2-2-Les modèles de croissance endogène avec système financier.....	37
Section 2 : Revue de littérature théorique sur le lien entre le développement financier et la croissance économique.....	39
1- La théorie du lien entre le développement du système financier et la Croissance économique.....	40
1-1-Développement financier et croissance économique :les controverses Théoriques.....	40
1-2-La théorie sur le lien entre l'activité des intermédiaires financiers et la Croissance économique :l'impact du développement financier sur L'accumulation du capital, la productivité des facteurs et l'intensité Des échanges commerciaux	44
1-3 -Les interactions entre les institutions financières et la croissance Economique dans les modèles de croissance endogène.....	52
1-4-Les faiblesses des analyses de la relation entre le développement Financier et la croissance économique.....	65
2- La théorie de la répression financière.....	67
2-1-La définition de la répression financière.....	67
2-2-Les fondements théoriques de la répression financière.....	68
3- La libéralisation financière.....	69

3-1- Le fondement théorique de la libéralisation financière.....	70
3-1- 1-L'approche théorique de McKinnon et Shaw.....	70
3.6. L'impact de la libéralisation financière sur la performance des secteurs	
financier et réel	72
3.6.1. L'impact de la libéralisation financière sur le Développement financier.....	72
3.6.2. Libéralisation financière et croissance économique les canaux	
de transmission.....	76
Section 3 : Revenue de littérature empirique sur l'interaction entre le développement	
financier et la croissance économique	84
1. Les études ayant trouvé une relation positive entre le développement	
financier et la croissance.....	84
2. Les études ayant trouvé un impact mitigé du développement financier	
sur la croissance.....	94
3. La validation empirique de l'interaction entre développement financier	
et croissance économique	96
1. Présentation des variables réelles et financières.....	102
1.1. L'indicateur de croissance économique	103
1.2. L'indicateurs de développement du système bancaire.....	103
1.3. Les variables de contrôle	104
1.4. Indicateurs de Développement du marché financier.....	104
Partie 2 : Structure Financière et Croissance Economique	105
Chapitre 1 : La structure financière.....	106
Section 1 : Définition et analyse comparative des deux formes d'architectures	
Financières.....	107
1- La définition de la structure financière.....	107
2- Les mérites relatifs des deux types d'architectures financière.....	109
3. La performance et la suprématie des deux formes d'architecture financière.....	111
Section 02 : Les facteurs déterminants de l'architecture financière.....	112
Section 03. Les indicateurs de structure financière	116

1. Structure financière efficace et optimale	120
Section 04 : Le choix d'une structure financière efficace et optimale.....	123
Chapitre 2 : Revue de littérature théorique et empirique sur la connexion structure Financière et croissance économique.....	132
Section 1 : Revue de littérature théorique sur le lien entre la structure financière Et la croissance économique.....	132
1-Les considérations théoriques sur la connexion structure financière Et croissance économique.....	132
2-Les approches théoriques concurrentes de la structure financière.....	136
2-1-La structure financière et la croissance économique.....	139
2-2- Les approches théorique de L'architecture financière.....	146
3- Les limites de la littérature théorique sur la relation entre l'architecture Financière et la croissance économique.....	150
Section 2: Revue de littérature empirique sur le lien unissant la structure financière Et la croissance économique.....	154
1-La structure financière influence la croissance économique : Controverse alimentée par l'expérience des pays développés	154
2-Les preuves empiriques existantes.....	160
3-La validation empirique de la relation unissant la structure financière Et la croissance économique.....	161
4-Les limites des études empiriques sur le lien entre l'architecture Financière et la croissance économique.....	163
Partie 3 : Développement Financier, Structure Financière et Croissance Economique En Algérie.....	167
Chapitre 1 : Politique de répression financière et impact du développement financier et de la structure financière sur la croissance économique.....	168
Section 3 : Effets de la politique de répression financière sur la sphère financière et réelle.....	
2- Impact de la politique de répression financière sur la sphère financière.....	
1- Impact de la politique de répression financière sur la sphère réelle.....	
Section 4 : Validation empirique de l'impact du développement financier et De la structure financière sur la croissance économique dans le cadre d'un système financier réprimé (1962-1989)	181
Chapitre 2 : Politique de libéralisation financière et impact du développement Financier et de la structure financière sur la croissance économique.....	195
Section 2 : Réformes financières dans le cadre de la politique de libéralisation	

financière	196
Section 3 : Effet de la politique de libéralisation financière sur la sphère Financière (1990- 2008).....	235
Section 03 : Effet de la politique de libéralisation financière sur les sphère réelle (2000-2008).....	242
Section 4 :Validation empirique de l’impact du développement financier et De la structure financière sur la croissance économique dans le cadre d’un système financier libéralisé (1990-2008)	247
Conclusion.....	272

Introduction générale

La littérature sur la relation entre le développement financier et la croissance est très vaste et ancienne. Elle remonte aux travaux de Schumpeter (1912), Gurley et Shaw (1960), McKinnon (1973), Shaw (1973). La définition de ce concept a évolué. Shaw (1973) définissait sommairement le développement financier comme « l'accumulation d'actifs financiers à un rythme plus rapide que l'accumulation d'actifs non financiers ». Levine (1997) donne une définition plus élaborée en ces termes : « il y a développement financier lorsque les instruments financiers, les marchés, et les intermédiaires financiers réduisent sans toutefois éliminer les coûts d'obtention de l'information, les coûts d'exécution des contrats et les coûts de transaction ».

Pour les besoins de cette thèse, nous adoptons une définition plus large du développement financier. Ainsi, nous considérons qu'un système financier se développe lorsqu'il se produit : (a) une accumulation des actifs financiers, (b) une augmentation de la gamme des instruments financiers (autrement dit une diversification des actifs financiers) et un accroissement de la diversité des institutions financières, (c) une amélioration de l'efficacité et de la concurrence dans le secteur financier, et (d) un accroissement de l'accès de la population aux services financiers.

Dans le développement financier, le rôle des intermédiaires financiers est primordial. La principale fonction des intermédiaires financiers est de recevoir des dépôts qui leur serviront à octroyer des prêts. Les intermédiaires financiers favorisent également le contact direct entre les agents à besoin de financement (en général les entreprises et l'Etat et les agents à capacité de financement (majoritairement les ménages). Selon la distinction de Gurley et Shaw (1960) "les intermédiaires financiers émettent des actifs indirects (les moyens de paiement par exemple) pour acquérir en échange des actifs financiers primaires émis par les agents non financiers. Cependant, le rôle des intermédiaires financiers évolue avec le niveau de développement : en l'occurrence dans les pays industrialisés" les intermédiaires financiers jouent le rôle de conseil aux entreprises plus que le rôle traditionnel de prêteurs.

Dans les pays industrialisés les marchés boursiers constituent une source alternative de financement pour les entreprises, ce qui n'est pas le cas dans les pays peu développés. La fonction d'octroi des prêts, assurée par les intermédiaires financiers est donc importante pour la croissance des pays en développement.

Plusieurs raisons théoriques expliquent pourquoi le développement financier peut stimuler la croissance. Schumpeter (1912) souligne que le bon fonctionnement des banques stimule l'innovation technologique par l'identification et le financement des entrepreneurs ayant les meilleures chances de succès dans leurs activités novatrices. Pour Gurley et Shaw (1960), l'innovation financière, qui accompagne le développement financier réduit le risque attaché à l'investissement ainsi que les coûts d'intermédiation financière, et stimule l'épargne.

Levine (1997) soutient que les intermédiaires financiers, grâce aux services qu'ils fournissent, stimulent la croissance à travers l'accumulation de capital et la productivité des facteurs. Ces services recouvrent l'acquisition d'information sur les projets et l'allocation des ressources aux projets les plus profitables, l'amélioration de la gestion de risques la facilitation des transactions financières et commerciales, le suivi des projets d'investissement et le contrôle sur la gestion des entreprises financées, la mobilisation de l'épargne et la facilitation des échanges de biens et services. C'est en raison de l'effet favorable du développement financier sur la croissance que dès 1973.

McKinnon et Shaw ont préconisé la suppression des contraintes qui handicapent le fonctionnement du système financier, en l'occurrence la politique qualifiée de « répression financières » qui est caractérisée par le plafonnement des taux d'intérêt, les crédits dirigés et les taux élevés de réserves obligatoires. En effet" l'analyse de McKinnon/Shaw montre que, dans le cadre d'une économie réprimée financièrement, la fixation des taux au dessous de leur valeur d'équilibre réduit l'épargne (baisse des dépôts bancaires) au profit de la consommation courante et par conséquent le volume de l'investissement et aussi qu'elle diminue la qualité de celui-ci, dans la mesure où les banques sont forcées par le gouvernement de financer des projets.

Pour McKinnon (1973), dans les pays à faible revenu, une grande part de l'investissement se réalise en fait par autofinancement. De nombreux producteurs n'ont accès aux banques que comme déposants, et non comme emprunteurs potentiels. Dès lors monnaie et capital ne sont plus des biens substituables comme dans la théorie néo-classique, mais des biens complémentaires. L'investissement constitue une opération indivisible qui implique donc une encaisse monétaire préalable. Dès lors, plus le rendement réel des encaisses monétaires et quasi monétaires (qui dépend positivement du taux d'intérêt sur les dépôts bancaires et négativement du taux d'inflation) est élevé, plus les entreprises sont incitées à constituer des encaisses pour investir. Celles-ci joueront un rôle de « conduit » pour l'accumulation du capital. Cet effet de conduit du capital est réduit par la répression financière qui maintient les taux d'intérêt à de faibles niveaux (inférieurs aux niveaux d'équilibre).

Ayant montré pourquoi la répression financière est néfaste pour le développement du système financier et pour la croissance économique, McKinnon et Shaw ont préconisé de libérer les systèmes financiers des entraves dues à la politique économique. Les premières expériences menées sous l'influence des travaux de Shaw (1973) et McKinnon (1973) en Corée du Sud et à Taiwan dès les années soixante, ont été un succès. Elles ont entraîné une forte augmentation des dépôts bancaires et stimulé la croissance économique. En revanche, les libéralisations financières en Amérique Latine à la fin des années soixante-dix (Argentine, Chili, Uruguay) et aux Philippines comme en Turquie dans les années quatre-vingt peuvent être considérées comme des échecs : elles se sont traduites par une hausse excessive des taux d'intérêt réels, par des entrées spéculatives de capitaux et finalement par de graves crises de la balance des paiements et du système bancaire (Banque Mondiale, 1989; Guillaumont-Jeanneney, 1998).

Cet échec de certaines politiques de libéralisation financière a conduit à jeter un certain doute sur la généralité de la relation entre développement financier et développement économique. Ce doute a persisté avec les nombreuses études appliquées. Si la plupart des études (y compris les plus récentes) ont pu mettre en lumière, conformément aux prédictions théoriques, une relation positive entre le développement financier et la

croissance (King et Levine, 1993a ; Rajan et Zingales, 1998 ; Levine, Loayza et Bech 2000), d'autres études (de Gregorio et Guidotti, 1992 ; Fernandez et Galetovic, 1994 ; Ram, 1999 ; Andersen et Tarp, 2003 et Favara, 2003) ont suggéré que la relation entre le développement financier et le développement économique pourrait être moins générale que ne le pense la littérature traditionnelle et ont souligné notamment que les résultats des études économétriques varient en fonction de l'échantillon et de la période considérée.

Notre démarche a consisté à nous demander si les réformes financière menées au sein du pays ont donné une place plus importante au développement boursier ou au développement du secteur bancaire en place et quels étaient les impacts de la politique de libéralisation financière sur les principaux indicateurs financiers et économiques. Pour répondre à cette question, nous avons effectué une analyse quantitative des réformes financières dans le cadre de l'application de libéralisation financière afin d'appréhender le poids de chaque type de financement dans les par le biais des indicateurs de développement financier et leur évolution dans le temps.

Ensuite, il nous a semblé très important de savoir quel type de système financier devrait être favorisé dans le financement de l'économie au sein des PVD comme l'Algérie, le système financier fondé sur les banques ou celui basé sur les marchés financiers. En effet, le modèle théorique de Boot & Thakor (1997) montre que dans les pays où les agents à capacité de financement qui ne peuvent pas obtenir facilement les informations sur les agents à besoin de financement et où les emprunteurs possèdent relativement une mauvaise réputation du crédit (besoin de beaucoup de contrôle ex-ante et ex-post), le système bancaire est plus efficace qu'un système basé sur les bourses dans le financement des activités économiques des PVD.

Notre méthode empirique a consisté à observer l'effet des valeurs moyennes des indicateurs financiers sur le taux de croissance moyen de PIB à long terme. Pour y parvenir, nous avons utilisé un modèle linéaire simple. Nous avons employé l'estimateur des MCO utilisé par King & Levine (1993), Beck & Levine (2004), Levine (1997), Levine & Zervos (1998) et Andersen (2003) afin d'estimer les coefficients de variables financières. Nous nous sommes appuyés sur une abondante étude empirique et théorique qui montre un lien positif entre développement financier et

développement économique [King & Levine (1993 a,b,c), Atje & Jovanovic (1993), Levine (1997), Levine & Zervos (1996), Arestis & Demetriades (1997), Levine & Zervos (1998), Arestis, Demetriades & Luintel (2001), Andersen (2003) et Beck & Levine (2004)].

Notre thèse est constituée par trois parties distinctes. La première partie intitulée : développement financier et croissance économique est subdivisée en deux chapitres . Le premier traite du développement financier sous ses multiples facettes : déterminants, indicateurs et implications macro économiques. Le deuxième met au clair l'interaction entre le développement financier et la croissance économique du double point de vue théorique et empirique.

La deuxième partie intitulée : structure financière et croissance économique est composée de deux chapitres. Le premier traite de l'architecture du système financier sous ses multiples facettes à savoir : les déterminants, les indicateurs et les implications macro économiques. Le deuxième met en évidence la connexion entre la structure du système financier et la croissance économique sous les deux optiques théorique et empirique.

La troisième partie dénommée : développement financier, structure financière et croissance économique en Algérie est scindée en deux chapitres distincts. Le premier met en évidence la relation du triptyque : développement financier, structure financière et croissance économique dans le cadre d'un système financier réprimé. Il traite essentiellement, des faits stylisés de répression financière en Algérie, de l'impact de la politique de répression financière sur la sphère financière et réelle et de la validation empirique des impacts du développement financier et de l'architecture du système financier sur la croissance économique dans le cadre d'un système financier réprimé. Le deuxième chapitre met la lumière sur la nature de la relation entre le développement et l'architecture du système financier sous l'égide d'une politique de libéralisation. Il traite des réformes financières dans le cadre de la libéralisation financière, de l'impact de la politique de libéralisation financière sur la double sphère réelle et financière et de la validation empirique des impacts du développement et de l'architecture du système financier sur la croissance économique sous l'égide d'une politique de libéralisation financière.

Parti 1 : développement financier et croissance économique :

L'histoire des nations industrielles regorge d'exemples qui montrent la contribution du secteur financier dans la croissance même si d'autres facteurs jouent un rôle important. Le développement du secteur financier était déterminant dans l'industrialisation de pays tels que l'Angleterre et l'Allemagne. Ce secteur était un acteur clef dans la mobilisation des capitaux nécessaires pour le financement des projets d'investissement.

Il existe une forte interaction entre le secteur financier et le secteur réel. Les caractéristiques du secteur financier peuvent influencer les instruments sur lesquelles repose la politique macroéconomique. De même le développement macroéconomique peut affecter la solidité et l'efficacité du secteur financier.

Le premier chapitre souligne l'évolution de la littérature sur le lien entre le développement financier et la croissance économique . Cette partie se compose de deux chapitres : le premier chapitre rappelle le statut du système financier dans l'économie ainsi les déterminants, les indicateurs et les implications macroéconomiques de son niveau de développement.

Le deuxième chapitre met en évidence la littérature théorique et empirique sur la relation entre le développement financier et la croissance économique. Il identifie les théories et les modèles de croissance économiques exogène et endogène ainsi les théories de répression et de libéralisation financière. Il souligne notamment l'effet négatif de la répression sur le niveau de développement financier à travers l'utilisation d'indicateurs monétaires.

Chapitre 1 : le développement du système financier

Une des principales caractéristiques de la littérature de la finance et de la croissance est de s'intéresser, depuis le début du vingtième siècle, à la relation qui lie le système financier à la croissance économique. Cette littérature s'est caractérisée par la présentation de modèles théoriques dans lesquels le système financier affecte positivement la croissance de long terme.

La contribution du système financier à la mobilisation de l'épargne et l'allocation du crédit a été développée pour la première fois par Fisher (1930)¹. Cet auteur montre qu'un bon fonctionnement du marché financier permet aux épargnants de recevoir un rendement élevé et d'être capables de faire des choix optimaux entre l'épargne et la consommation courante. Les investisseurs, à leur tour, obtiennent un financement à de faibles coûts ce qui leur permet d'investir des montants optimaux dans des activités profitables.

Quelques années plus tard, Gurley, Shaw (1960) présentent un modèle de croissance dans lequel le système financier apparaît par ses aspects multifonctionnels². Leur modèle était parmi les premiers modèles à considérer plusieurs fonctions du système financier. C'est dans cette même idée que Goldsmith (1969) souligne l'importance du rapport entre la structure financière (mixage entre les contrats financiers, les marchés et les institutions financières) d'un pays et son infrastructure réelle, pour la croissance économique³.

1 Kpodar.K(2006) : « Développement Financier, Stabilité Financière et Croissance Economique : Implications pour la réduction de la pauvreté », Thèse de Doctorat , Université d'Auvergne Clermont I, 2006, p.25.

2 Gurley.J.G et Shaw.E.S(1960): "Financial Aspects of Economic Development", American Economic Review, Vol45, N°4, p.530.

3 Goldsmith.R.W(1969) : « Financial Structure and Development », Yale University Press, New Haven, P.35.

L'objectif de ce chapitre est de discuter du rôle de la finance dans la croissance économique. A cet effet, il présentera dans une première section les principales idées relatives à la relation entre le développement financier et la croissance économique en mettant l'accent sur la théorie de la libéralisation financière. La deuxième section mettra en lumière la littérature empirique sur l'interaction entre le développement financier et la croissance économique. Enfin, la troisième section mettra en évidence la littérature théorique et empirique sur le triptyque : développement financier, instabilité financière et croissance économique.

Section 1 : le système financier:

1.1. la définition du système financier :

Le système financier correspond à l'ensemble des mécanismes et des agents dont l'objectif est de mettre en relation les besoins et les capacités de financement et de répartir les risques :

***Les agents sont des :**

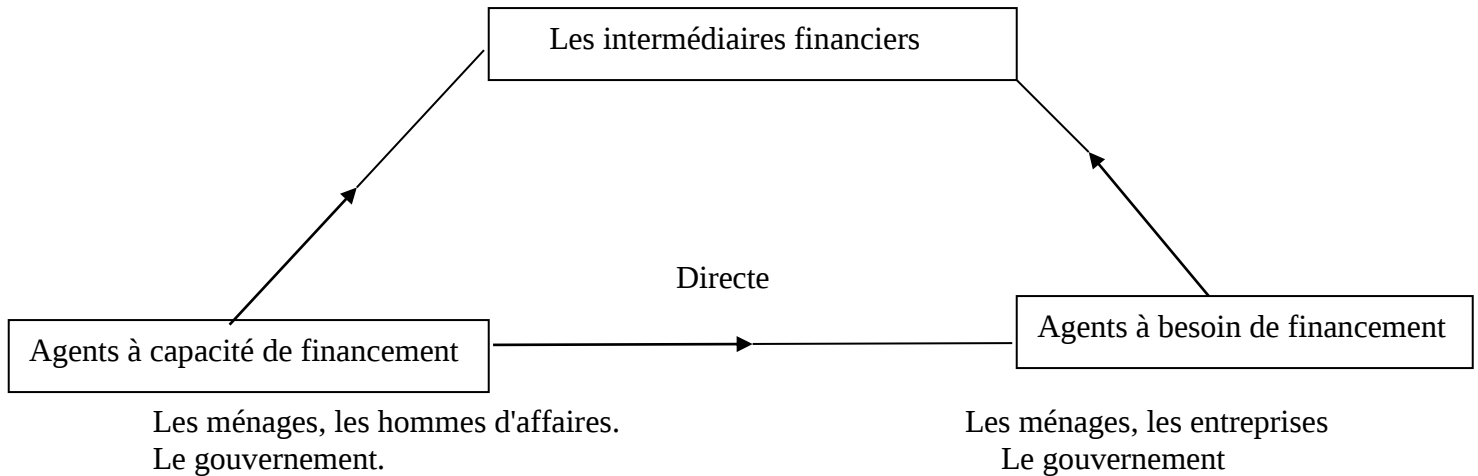
- Agents à capacité de financement.
- Agents à besoin de financement.
- Autorités, par exemple, Banque Centrale, Commission des autorités boursières, etc.

***Les mécanismes sont :**

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

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

Figure I.1. Le système financier



Source : Kpodar.K(2006) : « Développement Financier, Instabilité Financière et Croissance Economique : Implications pour la réduction de la pauvreté », Thèse de Doctorat, Université d'Auvergne Clermont I, 2006, p.26.

En fait, la figure ci-dessus ignore le 3ème élément du système financier : les autorités monétaires qui jouent un rôle très important dans la stabilité du système financier et la stabilité monétaire. Par les politiques financières et économiques qu'elles mettent en place, elles assurent le bon fonctionnement du système financier et coordonnent les actions entre les différents composants du système.

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

- Le financement à court terme.
- Le financement à long terme.

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

Les banques, en général, préfèrent le financement à court terme; préférence qui tient à la nature de leur fonctionnement. Comme elles prennent beaucoup de risques en plaçant leurs ressources financières dans les prêts, elles éprouvent des difficultés à récupérer ces ressources indexées de leurs profits. De surcroît, elles doivent prendre en compte le caractère instable des marchés financiers et commerciaux.

Pour cette raison, face au risque les banques augmentent leurs capitaux et leurs réserves: il s'agit de faire face à la demande de leurs déposants en cas de difficultés et d'éviter la liquidation prématurée de leurs placements de long terme. Les banques préfèrent placer la plupart de leurs ressources en actifs à court terme pour diminuer leur besoin de capital . Mais en profitant de la loi des grands nombres, elles sont assurées qu'il n'y aura pas de liquidation prématurée de leurs actifs de long terme. Dans leur rôle de transformation de maturité, elles offrent la liquidité aux déposants en même temps qu'elles offrent des fonds à long terme aux investisseurs/emprunteurs Fry (1997)¹.

Le rôle des intermédiaires financiers est de transférer les capitaux des prêteurs finaux aux emprunteurs finaux. L'intermédiaire financier collecte les fonds des agents à capacité de financement en leur promettant un taux d'intérêt fixe et il diversifie ces fonds dans plusieurs projets. Il réduit ainsi le risque puisqu'il y a une corrélation imparfaite entre les revenus de projets différents Diamond (1983)².

Les intermédiaires financiers sont les banques commerciales, les fonds de retraite, les compagnies d'assurance, les banques d'investissement, etc. Ces établissements aident les agents à capacité de financement à prêter leurs épargnes aux agents à besoin de financement et donc, ils augmentent le volume de l'épargne et de l'investissement, ce qui encourage la croissance économique.

¹ Ibid,p.30.

² Diamond.D.W et Dybvig.P.H (1983) : « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity »,Journal of Political Economy, Vol 91, N°3, p.410.

Mais les banques diffèrent des autres intermédiaires parce qu'elles créent la liquidité en gérant les dépôts à vue qui sont 100% liquides, à la différence des comptes d'épargne (intermédiaires financiers non bancaires) qui ne sont pas liquides ou sont peu liquides parce que leur conversion en liquidité entraîne des coûts de transaction importants .

Mais en même temps, toutes les banques sont exposées au risque des taux d'intérêt. Les taux d'intérêt élevés incertains et non anticipés lors d'une inflation élevée rendent difficile la transformation de maturité des banques. La transformation de maturité est une fonction qui se trouve typiquement au cœur du fonctionnement du système bancaire.

En fait, les actifs des banques sont constitués de prêts à longue maturité à taux d'intérêt fixes. Dans le cas de l'augmentation des taux d'intérêt à court terme, les banques sont obligées d'augmenter le taux d'intérêt payé sur les dépôts, mais les taux d'intérêt sur les crédits prennent beaucoup plus de temps pour être ajustés, ce qui rend les banques insolvables (perdantes). C'est pourquoi une politique monétaire stricte qui maîtrise l'inflation est désirable du point de vue de la stabilité du secteur bancaire [Demirguç-Kunt & Detragiache (2002)].

Lacoue-Labarthe (1994) indique que chaque banque a pour objectif de «transformer la maturité moyenne des dépôts et des prêts dans des conditions de sécurité acceptables en cas de défaut des emprunteurs ou de besoin inopiné de liquidité des déposants de façon à éviter que la banque manquant de liquidités ne soit mise en danger». Pour y parvenir, les banques peuvent diminuer le risque par la diversification de leurs activités et la limitation d'un écart trop grand entre la maturité moyenne des actifs et celle des passifs.

1 Demirguç-Kunt.A et Detragiache.E (2002) : « Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability :An Empirical Investigation “, Journal of Monetary Economics, Vol 49,N°7, p.1380.

2 Kpodar.K (2006),op.cit.,p.32

Par la baisse de risque de liquidité, les banques peuvent augmenter l'investissement à long terme (projet peu liquide mais ayant un revenu très élevé) plus rentable que l'investissement à court terme qui, par conséquent, favorise la croissance économique. [Bencivenga & Smith (1993)]¹.

Dans la sous-section suivante, nous allons étudier en détail les deux composantes du financement externe : le financement par les intermédiaires financiers et le financement par les marchés.

1.2. Les fonctions de base du système financier : Le système financier exerce sept fonctions fondamentales :

1.2.1. allocation efficace des ressources :

La fonction de base du système financier est l'allocation efficace des ressources. Six fonctions primordiales, relativement stables dans le temps et dans l'espace, sont dévolues à cette fonction de base.

1.2.2. système de paiement :

Une fonction importante du système financier est de fournir un système de paiement efficace pour faciliter l'échange des biens, des services et des actifs :

- La mise en circulation d'instruments de paiement (monnaies métalliques, monnaies papier, monnaie scripturale,...) ;
- La convertibilité des monnaies Gestion des moyens de paiements (rôle clé des banques) ;
- Les systèmes de compensation interbancaire ;
- Plus grande efficacité du système de paiement portée par:
 - a) La dématérialisation des signes monétaire (de l'or aux monnaies de papier, puis à la monnaie scripturale)
 - b) Et des instruments de paiement (chèque, avis de prélèvement, virements automatisés, prélèvement automatique, etc.)

1 Bencivenga.V et Smith.B.D (1993) : « Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model », Journal of Economic Dynamics and Control, V17, N°1-2, p.99.

1.2.3. collecte de l'épargne :

Le système financier offre des mécanismes pour mettre en commun ou agréger la richesse des ménages (collecter leur épargne) et en faire des ressources en capital utilisables par les entreprises :

- Banques, intermédiaires financiers, marchés monétaires et financiers remplissent cette fonction : mise en commun des fonds des investisseurs.

1.2.4. transfert des ressources :

Un système financier fournit des moyens de transfert des ressources économiques, dans le temps, dans le monde et entre les entreprises:

- Prêts et emprunts : transferts inter temporels
- Mobilité internationale des capitaux : investissements internationaux

1.2.5. gestion de risques :

Un système financier ne transfère pas que des fonds, il transfère aussi des risques:

- Un contrat d'assurance transfère le risque sur la compagnie d'assurance
- Actionnaires et créanciers (y compris les banques) supportent le risque de faillite de l'entreprise dans la quelle ils ont investi
- Tous les produits dérivés sont des instruments de transfert des risques

1.2.6. production d'informations :

Le système financier produit l'information nécessaire aux décisions financières des agents :

- Informations « publiques » contenues dans le prix des actifs financiers, les taux d'intérêt, les taux de change ;
- Informations « souvent privées » produites par les agences de notation (évaluation du risque de défaut), les banques (information via la gestion des comptes de dépôts, via les scorings).

1.2.7. résolution de problèmes d'incitation :

Les problèmes d'incitation sont liés :

- Aux asymétries d'information relatives a la qualité de l'emprunteur
- (sélection adverse) et à l'usage qu'il fait des fonds prêtés (aléa moral) . Les solutions : La production d'information, les prises de participation, les contrats de prêt incitatifs, le cautionnement ;

- Aux conflits d'agence qui naissent avec les dirigeants de l'entreprise. Les solutions :
Les rémunérations indexées sur la performance de l'entreprises

Section2 : Développement du système financier :

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(1973)¹ et Shaw en (1973)², 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)³.

I.2. Définition de la notion de développement financier

Le terme « développement financier » n'a pas encore de définition précise et concrète. Ceci est dû à la complexité de la structure financière qui évolue différemment dans le processus de développement de divers pays. En effet, il considère que le développement financier se traduit par un changement de la structure financière.

¹McKinnon.R..I(1973) : "Money and Capital in Economic Development",The Brooking Institution, Washington.D.C.p.30.

²Shaw..E.S(1973): « Financial Deepening in Economic Development" Oxford University Press, New York,p.35.

³Stiglitz.J.E(2007) : « Financial Liberalization, Financial Restraint, and Entrepreneurial

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 temps¹. 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. 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. Le développement financier conçu dans ce cadre, est inspiré de l'approche fonctionnelle du système financier défendue par A. Demirgüç-Kunt et R. Levine (2008)².

1 Goldsmith.R.W(1969),p.cit.,p.45.

2 Demirgüç-Kunt.A et Levine.R(2008) : « Finance,Financial Sector Policies,and Lng Run Growth», World Bank , Policy Research Working Paper,N°4469,p.15.

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 la 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 économique.

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 R.Levine.,R(2008),op.cit.,p.20.

2 Ibid,p.18.

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. 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.

Section 3 : Les indicateurs de développement financier

La littérature récente en finance et croissance suggère que le système financier est capable de : faciliter l'échange, la gestion du risque, l'identification de bon projets, contrôler les managers et mobiliser l'épargne.

En principe, les mesures de développement financier doivent évaluer la manière dont les fonctions du secteur financier sont réalisées dans la pratique . Cependant, les indices utilisés ici ne sont pas liés étroitement au concept, définis précédemment, mais ils fournissent une analyse riche du concept de développement financier.

1. Les indicateurs récents du développement financier :

Pour étudier l'efficience des intermédiaires et des marchés financiers dans l'exercice de sa fonction de base à savoir :trouver de nouveaux projets et de nouvelles firmes, exercer le contrôle sur les managers, faciliter la gestion du risque, mobiliser l'épargne ; on aura besoin d'indicateurs financiers appropriés .Certes, les mesures parfaites n'existent pas, mais la littérature récente a développé des indicateurs qui mesurent relativement le développement des intermédiaires et des marchés financiers dans de différents pays.

On utilisera les nouvelles données construites par : Beck, Demirguç- Kunt et Levine (2007) pour mesurer le développement financier global. Les anciens travaux se sont focalisés sur le développement des intermédiaires financiers ou le développement des

marchés financiers , par contre , ce papier utilise des indicateurs qui combinent les intermédiaires et les marchés financiers dans un seul indicateur .

Les indicateurs peuvent être scindés comme suit :

1.1. Activité de développement financier (ADF)

C'est la mesure la plus préférée, elle mesure l'activité globale des intermédiaires et des marchés financiers. Elle est définie comme suit :

Activité de finance = $\text{Log} \left(\frac{\text{la valeur des crédits des intermédiaires financiers au secteur privé}}{\text{PIB}} \right) \times \left(\frac{\text{la valeur des titre transigés sur le marché financier}}{\text{PIB}} \right)$.

$$\text{ADF} = \log \left(\left(\frac{\text{CP}}{\text{PIB}} \right) / \left(\frac{\text{VT}}{\text{PIB}} \right) \right)$$

Les crédits au secteur privé (CP) est l'indicateur le plus indicatif sur l'activité des intermédiaires financiers en incluant les intermédiaires financiers bancaires et non-bancaires.

De récents travaux montrent que le crédit au secteur privé exerce une large et positive influence sur la croissance économique (Beck,Levine et Demirguç-Kunt (2007).

La valeur transigée (VT) mesure l'activité du marché financier.

Le coefficient de liquidité indique le degré de liquidité que le marché financier procure aux agents économiques .la valeur transiée est un prédicateur robuste de la croissance économique de long-terme.

Pour tester la robustesse de nos résultats, on doit utiliser d'autres mesures du développement financier.

1Beck.T Demirguç –Kunt.A et R.Levine.R(2007) : “ A New Database on Financial Development and Structure”,Policy Research Working Paper , N°2146,p.32.

2 Beck.T, Demirguç-Kunt.A et Levine.R(2007),op.cit.,p.34.

1.2. Dimension de développement financier (TDF)

Cet indicateur mesure la dimension globale du secteur financier et il est défini comme suit :

Dimension de finance = Log (la valeur des crédits des intermédiaires financiers au secteur privé / PIB) + (la capitalisation boursière / PIB).

$$TDF = \log((CP / PIB) + (CB / PIB))$$

La capitalisation boursière = valeur des titres cotés / PIB (elle mesure la dimension du marché financier relativement à l'économie).

1.3. Efficience de développement financier (EDF)

Cet indicateur mesure l'efficience des intermédiaires et des marchés financiers et il est défini comme suit :

Efficience de finance = log (coefficient de liquidité / marge brute)

$$EDF = \log (CL / MB)$$

Le coefficient de liquidité (CL) = valeur transigée (VT) / PIB

La marge brute = taux d'intérêt débiteur – taux d'intérêt créditeur.

La marge brute reflète les inefficiences du système bancaire c'est pourquoi on l'utilise comme un indicateur négatif du système bancaire.

1.4. Agrégat de développement financier :

Cet indicateur combine les trois indicateurs susmentionnés, il constitue un conglomérat d'indicateurs de dimension, d'efficience et d'activité du secteur financier.

$DF = TDF + ADF + EDF$. Si $DF < 0$ le système financier est sous développé et dans le contraire le système financier étant considéré comme développé .

2. Les indicateurs quantitatifs (traditionnels) de développement financier

Le passage en revue de la littérature théorique et/ou empirique, permet de remarquer que certains travaux ont recouru aux agrégats monétaires pour mesurer le développement financier, d'autres ont utilisé, en plus des agrégats monétaires, d'autres indicateurs spécifiques au développement d'une des composantes du système financier tel que les marchés, les institutions financières bancaires et non bancaires.

2.1. Agrégats monétaires et développement financier

Les agrégats monétaires fournissent un ensemble de variables permettant de mesurer le développement financier. Toutefois, leur utilisation soulève des problèmes. Si l'on considère les agrégats monétaires les plus liquides (M_2 ou M_1). Ces agrégats posent des problèmes significatifs. L'hypothèse de base de McKinnon(1973) et de Shaw (1973) stipule qu'une économie monétisée reflète l'existence de marchés de capitaux développés. Ainsi, un degré élevé de monétisation doit être positivement relié de monétisation doit être positivement relié au développement financier. Le problème de base avec cette proposition est que les marchés financiers ont deux fonctions principales : transmettre les fonds des agents excédentaires vers ceux ayant un besoin de financement et fournir des services de liquidité . Un agrégat liquide tel que M_1 ou M_2 est essentiellement relié à la deuxième fonction à savoir la capacité du système financier à fournir des liquidités ou des moyens d'échange.

Ainsi, on peut envisager des situations où un niveau élevé de monétisation (mesuré par M_1/PIB) résulte d'un sous développement financier, alors qu'un niveau faible de monétisation résulte d'une grande sophistication des marchés financiers ce qui permet aux individus d'économiser par rapport à leur détention de monnaie. Ceci est en conformité avec l'analyse de Bencivenga et Smith (1993) qui avancent que la répression financière peut se traduire par une augmentation du ratio (M_j/PIB).

Afin de surmonter les problèmes susmentionnés, un agrégat moins liquide, en l'occurrence M_3 , a été parfois utilisé comme indicateur du développement financier). Par ailleurs, et dans la mesure où (M_3) inclut les actifs liquides (M_1), certains travaux se sont basés sur des indicateurs d'actifs quasi-liquides en déduisant (M_1) de (M_3) ou de (M_4).

1 Bencivenga.V.R et Smith.B.D(1993) : « Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model », Journal of Economic Dynamics and Control, Vol17, N°1-2,p.105.

2.2. Indicateurs de développement financier non liés aux agrégats monétaires

Outre les indicateurs liés aux agrégats monétaires, de nombreux travaux ont développé d'autres mesures du développement financier. King et Levine (1993a) ont ainsi mesuré empiriquement le développement financier comme suit :

- mesure traditionnelle du développement financier (M_2/ PIB ou M_3/ PIB)
- mesure de l'importance relative des banques de dépôt par rapport à la banque centrale :

$$\frac{\text{Créance des banques commerciales}}{\text{Créance des banques commerciales et de la B.C}}$$

- mesure du rôle du système financier dans le processus d'allocation des crédits :

$$\frac{\text{Crédits bancaires domestiques accordés au secteur privé}}{\text{Total des crédits bancaires domestiques}}$$
$$\frac{\text{Crédits bancaires domestiques accordés au secteur privé}}{\text{PIB}}$$

Les auteurs avancent qu'un système financier qui distribue la majorité de ses crédits à l'administration et aux entreprises publiques n'est pas capable de fournir des services financiers (évaluer et sélectionner les projets d'investissement, gérer les risques) au même titre que les systèmes financiers qui financent le secteur privé.

Dans le même ordre d'idées, la mesure du rôle des intermédiaires financiers dans la transmission des fonds au secteur privé, à travers l'indicateur suivant :

$$\frac{\text{Crédits bancaires alloués au secteur privé par la B.C et les B. commerciales}}{\text{PIB}}$$

Selon les auteurs, cet indicateur paraît être approprié afin de mesurer le développement financier défini au sens large puisqu'une part significative de ce dernier se déroule en dehors du système bancaire.

1 King.R.G et Levine .R(1993a) : « Finance and Growth :Schemper Might Be Right», Quarterly Journal of Economics, Vol 108, N°3,p.715

Rajan et Zingales (2003) ont mesuré le développement financier par l'indicateur suivant

$$\frac{\text{Crédits bancaires domestiques}}{\text{Capitalisation boursière}} \times \frac{\text{PIB}}{\text{PIB}}$$

Demetriades et Hussein (1996) utilisent les trois indicateurs suivants :

$$\frac{M_3}{\text{PIB}}$$

$$\frac{\text{Total des dépôts bancaires}}{\text{PIB}}$$

$$\frac{\text{PIB et crédits bancaires domestiques accordés au secteur privé}}{\text{PIB}}$$

Beck, Demergüç-Kunt et Levine (2000) ont développé une base de données contenant des indicateurs financiers de développement et de structure. Ces indicateurs sont relatifs à la taille, à l'activité et l'efficacité des divers marchés et intermédiaires financiers :

- Taille et activité des institutions financières : les auteurs font la distinction entre trois groupes d'institutions financières : les banques centrales, les banques de dépôts et les autres institutions financières
- Efficacité et structure du marché des banques commerciales : ces indicateurs s'intéressent soit à l'efficacité opérationnelle des banques commerciales, soit à la structure du marché des banques commerciales, ce qui revient à mesurer le degré de concentration de ces banques, la pénétration des banques étrangères ainsi que la propriété privée dans ces banques.
- Développement des marchés d'action et d'obligation : ces indicateurs s'intéressent soit à la taille, à l'activité et à l'efficacité des marchés d'actions, soit à la taille des marchés d'obligations.

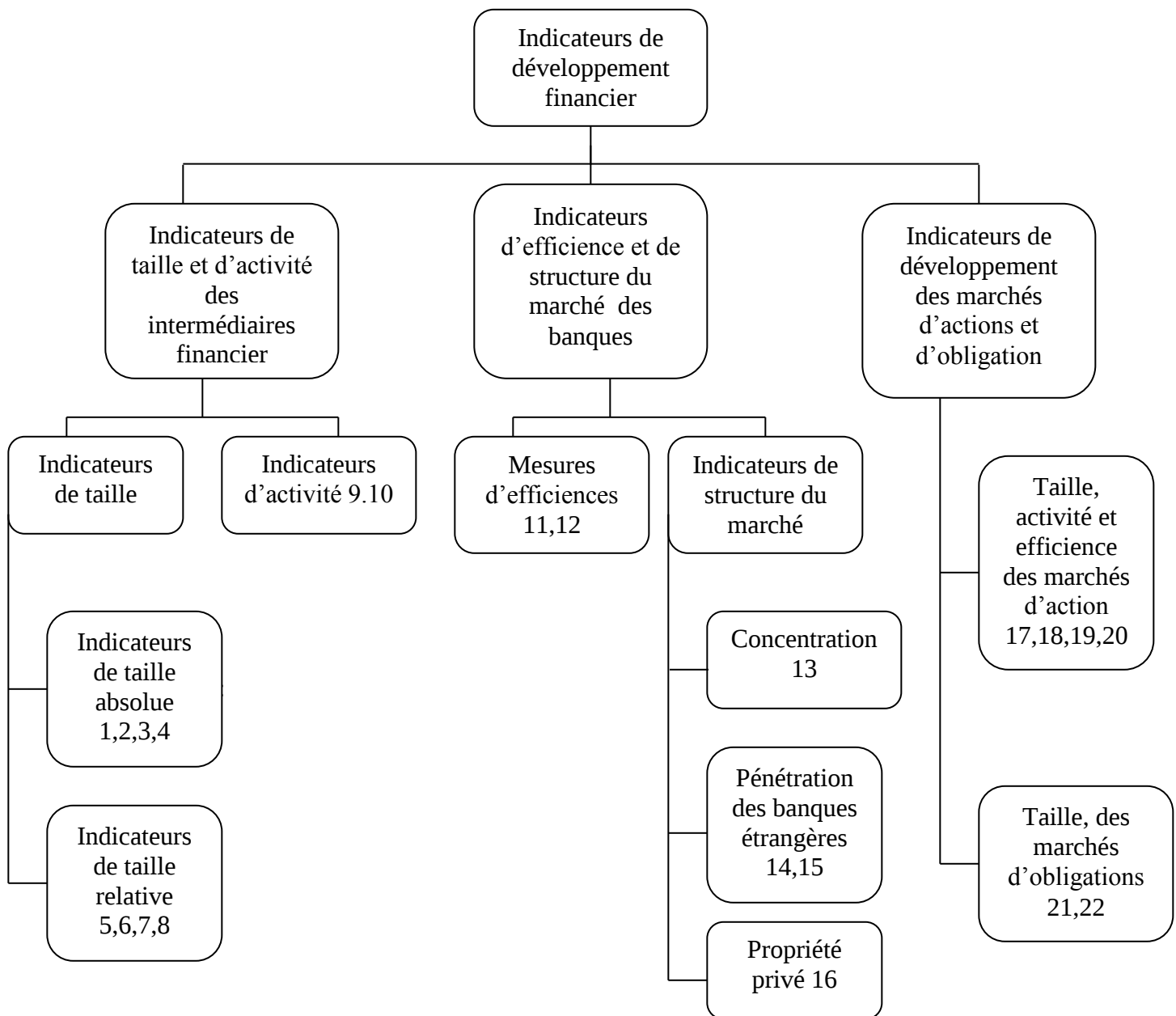
1Rajan.R.G et .Zingales.L(2003),op.cit,p.130.

2Demetriades.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,p.390.

3 Beck.T,Demirgüç-Kunt.A et Levine.R(2000) op.cit.,p.135.

Les Principaux indicateurs de développement financier Développés par Beck, Demerguç-Kunt et Levine (2000) son représentés comme suit

Figure : I.3. Indicateurs de développement financier



Source : Beck.T, Demirguç-Kunt.A et Levine.R(2000), op.cit., p135.

Les numéros correspondent aux ratios présentés dans le tableau ci dessus permettant de récapituler des principaux indicateurs de développement financiers rencontrés en littérature.

Tableau I.1. récapitulatif des principaux indicateurs de développement financier considérés dans la littérature :

Bencivenga et Smith (1991)	$\frac{M_1}{\text{PIB}}$
Gelb (1991)	$\frac{M_3}{\text{PIB}}$
Neal (1988), Aoundi (1996) Ben Mrad (2000)	$M_3 - M_1$ ou $M_4 - M_1$
King et Levine (1993)	$\frac{M_1}{\text{PIB}}$ ou $\frac{M_3}{\text{PIB}}$ $\frac{\text{Dépôts auprès des banques commerciales}}{\text{Dépôts bancaires et dépôts auprès de la banque centrale}}$ $\frac{\text{Crédits bancaires domestiques alloués au secteur privé}}{\text{Total des crédits bancaires domestiques}}$ $\frac{\text{Crédits bancaires domestiques alloués au secteur privé}}{\text{PIB}}$
Degregorio et Guidotti (1955)	$\frac{\text{Crédits bancaires domestiques alloués au secteur privé}}{\text{PIB}}$
Demetriades et Hussein (1996)	$\frac{M_1}{\text{PIB}}$ ou $\frac{M_3}{\text{PIB}}$ $\frac{\text{Somme des dépôts bancaires}}{\text{PIB}}$ $\frac{\text{Crédits bancaires domestiques alloués au secteur privé}}{\text{PIB}}$
Rajan zingales (1996)	$\frac{\text{Somme des crédits bancaires domestiques} + \text{capitalisation boursière}}{\text{PIB}}$
Zamiti	$\frac{M_2 - M_1}{M_2}$ $\frac{M_4 - M_1}{\text{PIB}}$ $M_4 - M_1$
	1 $\frac{\text{Créance de la banque centrale sur le secteur financier non domestique}}{\text{PIB}}$
	2 $\frac{\text{Créance des banques de dépôts sur le secteur réel non financier domestique}}{\text{PIB}}$
	3 : $\frac{\text{Créance des autres I.F sur le secteur réel non financier domestique}}{\text{PIB}}$
Beck, Deirgûç-Kunt et Levine (1999)	4 : $\frac{M_1}{\text{PIB}}$ 5 :

Créance de la banque centrale sur le secteur réel non financier domestique
créances globales de I.F sur le secteur réel non financier domestique

6 :

Créance de la banque de dépôts sur le secteur réel non financier domestique
créances globales de I.F sur le secteur réel non financier domestique

7 : $\frac{\text{Créance des autres I.F. sur le secteur réel non financier domestique}}{\text{créances globales de I.F sur le secteur réel non financier domestique}}$

8 :

Créance des banques de dépôts sur le secteur réel non financier domestique
créances de la banque centrale sur le secteur réel non financier domestique

9 : $\frac{\text{Crédit alloués au secteur privé par les banques de dépôts}}{\text{PIB}}$

10 : $\frac{\text{Crédit au secteur privé par les banques de dépôts et les autres I.E}}{\text{PIB}}$

11 : marge d'intérêt, (12) : $\frac{\text{Dépense d'intérêts}}{\text{actif total de la banque}}$

13 : $\frac{\text{Total des actifs des trois banques les plus larges}}{\text{Total des actifs des banques commerciales}}$

14 : Nombre de banques étrangères
Nombre total de banques de dépôts

15 : $\frac{\text{Total des actifs des banques étrangères}}{\text{Total actifs des banques de dépôts}}$

16 : $\frac{\text{Total des actifs des banques public}}{\text{Total des actifs des banques de dépôts}}$

17 : $\frac{\text{capitalisation boursière}}{\text{PIB}}$

18 : Volume des transactions
19 : $\frac{\text{Volume des transactions}}{\text{capitalisation boursière}}$

20 : $\frac{\text{Emission d'action sur le marché primaire}}{\text{PIB}}$

21 : $\frac{\text{capitalisation du marché des obligations}}{\text{PIB}}$

22 : $\frac{\text{Emission obligatoires}}{\text{PIB}}$

Source : Beck.T, Demirguç-Kunt.A et Levine.R(2000) op.cit.,p137.

Conclusion du chapitre :

Dans ce chapitre, nous avons passé en revue la littérature économique sur les déterminants du niveau de développement financier. Nous avons distingué les institutions des facteurs politiques, économiques et structurels. Dans les déterminants du développement financier liés aux institutions, nous avons discuté d'une part des règles de droit et l'effectivité de leur application, et d'autre part de la surveillance et la régulation bancaire.

La théorie du droit et de la finance se focalise sur les caractéristiques du système judiciaire qui ont été transposées par les pays colonisateurs, alors que la théorie des dotations raisonne sur la manière dont la géographie et l'environnement sanitaire du pays colonisé influencent la stratégie et les types d'institutions mises en place

Chapitre 2 : Développement financier et croissance économique : Une revue de

Littérature théorique et empirique

Après avoir traité du développement financier dans notre précédent chapitre, nous nous concentrons dans ce présent chapitre à la revue de la littérature sur la relation entre le développement financier et la croissance économique. Les fondements théoriques de cette relation sont anciens. Ils remontent aux travaux de Schumpeter (1912), Gurley et Shaw (1960), McKinnon (1973) et Shaw (1973). Pour Schumpeter (1912), le bon fonctionnement des banques stimule l'innovation technologique pour l'identification et le financement des entrepreneurs ayant les meilleures chances de succès dans leurs activités novatrices (mise en place de nouveaux produits ou de nouveaux processus de production).

La théorie sur la relation entre le développement financier et la croissance économique a connu un renouveau dans les années 90 grâce aux travaux de King et Levine (1993). Pour ces auteurs, les intermédiaires financiers, grâce à leurs services, stimulent l'accumulation du capital et l'accroissement de la productivité des facteurs, et par conséquent la croissance économique.

Si sur le plan théorique, la relation positive entre le développement financier et la croissance ne fait aucun doute, trois points font l'objet d'un débat dans la littérature économique. En premier lieu, il existe une controverse sur le sens de la causalité. Est-ce le développement financier qui cause la croissance économique ? Ou, est-ce la croissance économique qui conduit à une expansion du système financier ? En second lieu, le débat porte sur la structure du système financier qui favorise le mieux la croissance. Le système financier basé sur les banques est-il plus efficace dans la promotion de la croissance économique que le système financier basé sur des marchés financiers ? En troisième lieu, des études appliquées récentes mettent en doute les bénéfices du développement financier sur la croissance. En effet, alors que les résultats des premières études confirment les prédictions théoriques en trouvant un impact positif considérable du développement financier sur la croissance, des études plus récentes remettent en cause la robustesse de ces résultats. Quelles en sont les raisons ?

L'objectif de ce chapitre est de passer en revue les différents aspects théoriques et empiriques de la littérature sur le rôle du système financier dans le processus de développement économique. La première section sera consacrée à la théorie, en particulier les mécanismes à travers lesquelles l'activité des intermédiaires financiers accroît l'intensité des échanges, le volume et l'efficacité du capital.

Les fondements et les limites de la théorie de la libéralisation financière seront également abordés dans cette section. La seconde section présentera les différents travaux de recherche appliquée sur la relation entre le développement financier et la croissance. Outre les études sur le sens de la causalité et sur le développement financier la plus favorable à la croissance, l'accent sera mis sur les résultats apparemment contradictoires relatifs à l'impact du développement financier sur la croissance

Section 01 : Théories et modèles de croissance économique.

1.La croissance économique :

1.1. La croissance et ses instruments de mesure

La notion de croissance est un phénomène récent et ses instruments de mesure ont connu aussi une longue histoire et continuent d'alimenter les débats sur leurs efficacités et leurs pertinences. On se propose de faire ressortir les grandes notions théoriques de la croissance et les instruments de mesure de la richesse nationale.

1 .1.1. Définition de la croissance économique:

La croissance vient du mot latin *crescere*, qui signifie, croître, grandir.

En économie, la croissance désigne l'évolution annuelle, exprimée en pourcentage, du P.I.B (Produit intérieur brut) ou du P.N.B. (Produit national brut). Pour éviter le problème dû à l'augmentation des prix, la croissance est calculée en "monnaie constante" (hors inflation), le P.I.B. étant corrigé de l'augmentation de l'indice des prix. Ceci permet de calculer une croissance en volume.

La formule de calcul dans le cas du PIB de l'année "n", est la suivante :

$$\text{Taux de Croissance} = [\text{PIB (n)} - \text{PIB (n-1)}] / \text{PIB (n-1)}$$

On distingue généralement :

- La croissance extensive qui correspond à une augmentation des quantités de facteurs de production (culture de nouvelles terres, ouverture de nouvelles usines). La croissance extensive génère des créations d'emplois.
- La croissance intensive : augmentation, par des gains de productivité, de la production à volume de facteurs de production identiques, notamment sans création d'emplois supplémentaires.

Si la croissance économique est une augmentation de la production sur le long terme, une croissance du PIB n'implique pas nécessairement une élévation du niveau de vie. En effet, si la croissance démographique est plus rapide que la croissance du PIB, le PIB par habitant diminue. En outre certaines activités ne sont pas prises en compte dans son calcul que nous allons voir plus loin dans les limites du PIB.

D'une manière plus générale, la croissance correspond, pour une nation, à une augmentation soutenue et durable pendant une période suffisamment longue de la production de biens et de services appréhendée par des indicateurs comme le PIB ou le PNB. Cependant, n'étant qu'une mesure quantitative d'un agrégat économique, la croissance n'est qu'une des composantes du développement qui est une notion plus abstraite et qualitative. Il peut donc y avoir croissance sans développement et inversement du développement sans croissance.

Au sens strict, la croissance décrit un processus d'accroissement de la seule production économique. Elle ne renvoie donc pas directement à l'ensemble des mutations économiques et sociales propres à une économie en expansion. Ces transformations au sens large sont conventionnellement, désignées par le terme de développement économique.

La croissance est donc un processus fondamental des économies contemporaines. Elle transforme la vie des individus en leur procurant davantage de biens et services. A long terme, le niveau de vie des individus dépend ainsi uniquement de cette croissance. De même, l'enrichissement qui résulte de la croissance économique permet seul (mais pas nécessairement) de supprimer la misère matérielle.

1.1.2. La Mesure de la croissance économique :

La croissance économique est généralement mesurée par l'utilisation d'indicateurs économiques dont le plus couramment utilisé est le Produit intérieur brut (PIB). Il mesure la

somme des valeurs ajoutées des entreprises du pays, auquel on ajoute le solde de la balance extérieure. Il offre donc une certaine mesure quantitative du volume de la production. Afin d'effectuer des comparaisons internationales, on utilise également la parité du pouvoir d'achat, qui permet de mesurer le pouvoir d'achat dans une même monnaie. Pour comparer la situation d'un pays à des époques différentes on peut également raisonner à monnaie constante.

Il fait l'objet de plusieurs critiques : il ne mesure ainsi pas, ou mal, l'économie informelle. D'autre part, s'il prend en compte la production des services publics gratuits, il ne mesure pas l'activité de production domestique (ménage, potagers, etc.) Selon la boutade d'Alfred Sauvy, il suffit de se marier avec sa cuisinière pour faire baisser le PIB. Enfin il ne prend en compte que les valeurs ajoutées, et non la richesse possédée, par un pays. Une catastrophe naturelle, qui détruit de la richesse, va pourtant contribuer au PIB à travers l'activité de reconstruction qu'elle va générer. Cette contribution ne reflète pas la destruction antérieure, ni le coût du financement de la reconstruction mais tous cela nous allons le développer dans la partie Limites du PIB.

L'utilisation de la valeur ajoutée permet d'éviter que la même production ne soit prise en compte plus d'une fois, puisque dans son calcul on retire la valeur des biens consommés pour la production. Le PIB se distingue du Produit national qui, lui prend en compte la nationalité des entreprises, et non leur lieu d'implantation.

Le PIB est composé de deux parties. La première est la valeur marchande de tous les biens et services qui se vendent dans un pays pendant une année pour être précis, il faudrait dire : la valeur ajoutée marchande. On ajoute ensuite à cette valeur marchande une seconde partie, qui est le coût de production des services non marchands des administrations publiques, l'enseignement public, les services de l'Etat et des collectivités locales, etc. la création des richesses économique ainsi mesurée, c'est à dire le PIB, est donc, point essentiel, un flux de richesse purement marchande et monétaire.

Cette façon de mesurer la richesse nationale a en effet trois conséquences majeures:

Tout ce qui peut se vendre et qui a une valeur ajoutée monétaire va gonfler le PIB et la croissance, indépendamment du fait que cela ajoute ou non au bien être individuel et collectif, de nombreuses activités et ressources qui contribuent au bien-être ne sont pas comptés,

simplement parce qu'elles ne sont pas marchandes ou qu'elles n'ont pas de coût de production monétaire direct.

La croissance (P.I.B) ne prendra pas en compte les outputs, c'est-à-dire des quantités produites. Indifférente aux outputs (les résultats en termes de satisfaction et de bien-être de la consommation de ces biens), qui sont plus importants pour évaluer le progrès, cette mesure indique le « beaucoup avoir » et le « beaucoup produire » d'une société.

La mesure de la croissance par le PIB est aussi indifférente à la répartition des richesses comptabilisées, aux inégalités, à la pauvreté, à la sécurité économique, etc., qui sont pourtant presque unanimement considérées comme une dimension du bien-être à l'échelle d'une société.

La croissance du PIB est considérée comme l'indicateur par excellence de la performance et de la santé économique d'un pays. Le ratio PIB par habitant mesure, quant à lui, le niveau de vie. En effet, comme le total des valeurs ajoutées est égal à la somme de l'ensemble des revenus, le PIB par habitant est aussi égal au revenu par habitant.

3. Les théories de croissance endogène :

L'explication de la croissance par des facteurs externes a été, cependant critiquée par les tenants de la croissance endogène qui soulignent son manque d'analyse lorsqu'il s'agit d'expliquer d'autres facteurs de la croissance. En effet, en attribuant un aussi grand rôle à la technologie dans la croissance, la théorie minimise le rôle des autres facteurs et se trouve par conséquent, incapable d'expliquer la grande diversité du taux de croissance qui est observée dans le monde, (Lucas, 1988). C'est pourquoi (Römer, 1986) propose d'établir un modèle d'équilibre de croissance endogène dans lequel, la croissance dérive premièrement de l'accumulation des connaissances, de l'apprentissage et de la maximisation du profit des agents.

1 Lucas.R.E (1988) : « On the Mechanic of Economic Development », Journal of Monetary Economics, Vol 22, N°1, p.12.

2 Ben Gamra.S(2007),op.cit.,p.72.

3. 1. Les modèles de croissance endogène sans secteur financier :

Le modèle de croissance endogène se base aussi sur la fonction de production néoclassique. Son idée part d'une critique principale du modèle de Solow() qui consiste à soulever l'idée d'épuisement de la production à long terme. Cet épuisement émane de l'hypothèse des rendements d'échelle décroissants. Afin de permettre une croissance de long terme, les tenants de la théorie de la croissance endogène, soulignent que l'offre de travail, moteur de la croissance, ne doit pas être limitée. Pour cela, ils font tendre la part du travail dans la fonction de production vers zéro ce qui leur permet de représenter cette fonction sous la forme $F(K)$. Cette fonction est supposée homogène de degré un.

Ainsi $F(K) = a \cdot K$. Cette fonction $a \cdot K$ joue un rôle important dans la théorie de croissance endogène car elle décrit « un sentier » où la production croît à un taux constant au même rythme que K .

De plus l'explication des moteurs de la croissance par des facteurs exogènes a été estimée comme une explication incomplète de la croissance afin de remédier à cette lacune, les auteurs de la croissance endogène mettent l'accent sur l'idée d'externalités qui peuvent résulter des interactions des choix individuels. L'introduction d'externalités peut se faire en supposant que l'augmentation de la quantité totale du capital disponible entraîne la hausse de la productivité du travail. Autrement dit l'accumulation des connaissances et de l'expérience se fait avec le développement de l'activité.

L'importante implication des premiers modèles de croissance endogène est celle de dire que l'équilibre du marché est sous-optimal puisque les effets externes d'accumulation des connaissances ne sont pas pris en compte par la firme dans les prises de décisions. Romer (1986) et Lucas (1988) ont ainsi apporté une contribution fondamentale aux modèles de croissance. Cette contribution consiste à endogénéiser la formation du capital humain» hypothèse qui a conduit à donner un résultat analytique important. Ce résultat consiste à dire que lorsque les décisions d'investissement sont prises dans un environnement économique caractérisé par des rendements d'échelle croissants,

1 Ben Gamra.S(2007),op.cit.,p.74.

2 Lucas .R.E (1988),op.cit.,p.14.

Ainsi la motivation relative à l'accumulation du capital physique et humain va persister indéfiniment et la croissance de long terme du revenu par tête, dans le temps, pourrait être maintenu.

Cependant, en dépit de l'importance des résultats apportés par les premiers modèles de croissance endogènes, ces modèles sont restés néanmoins théoriques et n'ont pas tenu compte des réalités économiques des pays auxquels ces modèles sont appliqués. Ainsi l'introduction de certains facteurs économiques tels que les facteurs fiscaux, monétaires et/ou la prise en compte du rôle de certains acteurs dans la croissance du produit tels que les intermédiaires financiers ont été omises. Ce n'est qu'avec l'apparition des nouveaux modèles de la théorie néoclassique de la croissance que l'intégration de ces acteurs est devenue réelle¹.

3.2. Les modèles de croissance endogène avec secteurs financiers :

Dans la théorie néoclassique, les facteurs déterminants pour la croissance de long terme sont les facteurs de production, (Solow, 1956). Les autres facteurs tels que la monnaie et les intermédiaires financiers restent neutres. Dans la théorie keynésienne pour laquelle les phénomènes monétaires et financiers sont déterminants dans l'explication du niveau de l'activité, l'explication de la croissance ne se basait que sur des modèles de courte période.

La prise en compte de la monnaie et du secteur financier dans un horizon de long terme n'a été effective qu'avec les nouveaux modèles de croissance endogène. L'objectif principal de ces nouveaux modèles est de montrer que le taux de croissance du revenu par tête dépend non seulement des paramètres des fonctions de production et d'utilité mais aussi de la politique fiscale, de la politique commerciale, monétaire et financière. L'objectif était de montrer contrairement à la théorie néoclassique que ces politiques peuvent affecter aussi bien le niveau d'activité économique de long terme que le taux de croissance. L'idée générale de ces modèles, consiste à supposer que le développement du secteur financier permet d'améliorer l'efficacité allocative du capital. Le développement financier est introduit dans le modèle de sorte que toute augmentation de la productivité du capital aura un impact positif sur le taux de croissance de long terme de l'économie.

¹ Ben Gamra.S(2007),op.cit.,p.74.

L'allocation des ressources par les intermédiaires financiers, dans ces modèles, est présentée selon trois méthodes :

La première suppose que les intermédiaires financiers, par une meilleure gestion des risques de liquidité, peuvent orienter l'épargne vers des placements de long terme plus productifs, [Bensivenga et Smith, (1991)].

La seconde met l'accent sur la capacité des intermédiaires à orienter les épargnants vers un meilleur choix d'investissements productifs et ce par la diversification de leur portefeuille, [Greenwood et Javanovic, (1990)]. La troisième est celle de dire que la collecte de l'information sur les projets d'investissement, par le secteur financier, lui permet d'orienter l'épargne vers les investissements les plus productifs accomplissant ainsi un effet quantité et qualité sur la croissance, [King et Levine (1993a)].

Ainsi, l'intégration du rôle des intermédiaires financiers dans la croissance n'est devenue possible qu'avec les nouveaux modèles de croissance endogène. Le secteur financier intervient ainsi dans le processus d'endogénéisation de la croissance en stimulant l'accumulation du capital productif et ce par une meilleure orientation de l'épargne vers des placements plus productifs. L'épargne et l'investissement restent ainsi les moteurs de croissance par excellence.

L'importance du secteur financier dans la stimulation de la croissance à travers ces deux agrégats a aussi été soulignée par les auteurs de la libéralisation financière. McKinnon (1973) et Shaw (1973), soulignent, en effet, les conséquences néfastes d'un contrôle massif du système financier sur la croissance. La théorie de la libéralisation suppose que dans un système économique où le secteur financier ne joue pas correctement son rôle d'intermédiaire, l'allocation d'épargne est faible et le choix de placements rentables est sous-optimal. La croissance économique se trouve par conséquent à des niveaux faibles.

1 Bensivenga.V.R et Smith .B.D(1991),op.cit.p.150.

2 Greenwood .J.B et Jovanic.B (1990),op.cit.,p.225.

3 King.R.G et Levine .R(1993a),op.cit.,p.170

4 McKinnon.R.I(1973),op.cit.,p.355.

5 Shaw.E.S(1973),op.cit.,p.450.

Section 02 : Le développement financier et croissance économique :

Une des principales caractéristiques de la littérature de la finance et de la croissance est de s'intéresser, depuis le début du vingtième siècle, à la relation qui lie le système financier à la croissance économique. Cette littérature s'est caractérisée par la présentation de modèles théoriques dans lesquels le système financier affecte positivement la croissance de long terme.

La contribution du système financier à la mobilisation de l'épargne et l'allocation du crédit a été développée pour la première fois par Fisher (1930). Les investisseurs, à leur tour, obtiennent un financement à de faibles coûts ce qui leur permet d'investir des montants optimaux dans des activités profitables. La présence de ces marchés qui jouent le rôle d'intermédiaire permet d'éviter les problèmes d'agence liés à la distribution des crédits.

Quelques années plus tard, Gurley, Shaw (1960) et présentent un modèle de croissance dans lequel le système financier apparaît par ses aspects multifonctionnels. Leur modèle était parmi les premiers modèles à considérer plusieurs fonctions du système financier. C'est dans cette même idée que Goldsmith (1969) souligne l'importance du rapport entre la structure financière (mixage entre les contrats financiers, les marchés et les institutions financières) d'un pays et son infrastructure réelle, pour la croissance économique. Il rappelle que le développement de la structure financière accélère la croissance et améliore la performance économique dans la mesure où elle facilite le transfert des fonds vers des utilisateurs susceptibles de produire un meilleur rendement social.

L'objectif de ce chapitre est de discuter du rôle de la finance dans la croissance économique. A cet effet, il présentera dans une première section les principales idées relatives à la relation entre le développement financier et la croissance économique en mettant l'accent sur la théorie de la libéralisation financière. La deuxième section mettra en lumière les principales critiques apportées à la théorie de la libéralisation en lumière des expériences de libéralisation financière des pays en développement.

1 Ben Gamra.S(2007),op.cit.,p.75.

2 Gurley.J.G et Shaw .E.S (1960),op.cit.,p.

3 Goldsmith.R.W (1969),op.cit.,p.120.

1. La théorie sur le lien entre le développement financier et la croissance économique :

1.1. Développement financier et croissance économique : les controverses théoriques.

La littérature économique relative à la relation entre le développement financier et la croissance économique est très variée. Il existe jusqu'à nos jours des débats considérables sur l'effet effectif de la finance dans la croissance du produit. Ces débats admettent l'existence d'une relation entre le développement financier et la croissance économique mais ils diffèrent sur les mécanismes de transmission de cette relation.

Deux principaux courants peuvent être cités à cet effet. Le premier, représenté par Schumpeter (1912), Glodsmith (1969), McKinnon (1973) et Shaw (1973), King et Levine (1993b), défend une approche d'offre et voit que les marchés financiers jouent un rôle clef dans la croissance économique. La différence du niveau de croissance entre les pays s'explique par la qualité des services offerts par les institutions financières et la réglementation en vigueur. Le deuxième courant se place au contraire du côté de la demande et plaide en faveur d'un lien de causalité inverse. Il suppose que le niveau de croissance économique est le principal catalyseur de l'approfondissement financier. Le système financier ne fait que répondre d'une manière passive à la demande de services qui s'adresse à lui, Hugh, (1966), St Hill (1992), Pagano (1993), Joseph, Raffinot et Venet (1998). L'objectif de cette section est de présenter succinctement les deux approches en mettant un accent particulier sur les principales idées avancées par la théorie de la libéralisation financière.

1.1.1. Rôle du système financier dans la croissance économique :

Ce paragraphe s'intéresse aux arguments théoriques avancés par les approches de l'offre et de la demande au sujet de la relation entre le développement financier et la croissance économique. Nous exposerons par la suite les principales études empiriques qui ont essayé de tester l'existence de cette relation.

1.1.1 .1.L'APPROCHE PAR LA DEMANDE :

Les défenseurs de l'approche de la demande tels que Pagano (1993), supposent que le développement des institutions financières dépend du degré de la demande des services financiers par les épargnants et les investisseurs. Cette situation suppose un environnement économique plus ou moins stable dans lequel la situation monétaire, réelle et commerciale présente une croissance régulière. La croissance des différents secteurs de l'économie pousse les entrepreneurs à solliciter des crédits auprès des intermédiaires financiers afin de financer leurs investissements futurs. Plus la croissance est élevée, plus la demande de fonds croît et avec elle l'intermédiation financière. La disponibilité des crédits qui en résulte encourage le financement des projets d'investissement innovateurs à rendement élevé. La croissance de l'investissement consolide à son tour le maintien de la croissance du produit.

Des auteurs plus récents viennent soutenir cette approche et ajoutent que la demande des services financiers dépend de la croissance réelle des outputs, du développement du commerce, du degré de monétisation de l'économie et même du développement de certains secteurs traditionnels tels que l'agriculture.

La demande des services financiers (épargne crédits et autres) serait d'autant plus importante que la croissance est élevée. De plus, c'est l'écart de croissance entre les différents secteurs de l'économie qui pousse les intermédiaires financiers à transférer leur épargne vers les industries les plus rentables permettant ainsi le développement et la sophistication du marché et des services financiers.

Ainsi, le développement du système financier serait plus ou moins automatique réagissant passivement au processus de croissance.

L'approche de la demande ainsi définie part de l'idée que le système financier, dans son premier stade de développement, est une conséquence plus ou moins évidente de la croissance économique.

1 Pagano.M (1993) : « Financial Markets and Growth : An Overview », European Economic Review, Vol 37, N°2-3,p.615.

Lorsque le système devient mature, il stimule les canaux de la croissance à travers l'accumulation de l'épargne et l'allocation optimale du crédit entre les secteurs productifs de l'économie. Cette approche suppose donc que l'offre de fonds est très élastique aux opportunités d'investissement. Cette élasticité est associée à un cadre légal et réglementaire favorable qui facilite l'expansion des institutions financières, la diversification des produits et l'amélioration des techniques de gestion qu'ils lui sont associés. Le système financier selon cette approche est suffisamment élastique pour répondre à la demande des investisseurs. Le problème des pays en développement est un problème d'inélasticité du système financier additionné à un faible taux de croissance.

1.1.1.2. L 'APPROCHE DE L'OFFRE.

Contrairement à l'approche de la demande dans laquelle le système financier joue un rôle plus ou moins passif notamment durant les premiers stades de son développement, l'approche de l'offre se base dans son analyse sur la prédominance du secteur financier et son rôle clef dans la croissance économique. C'est grâce à l'offre des services financiers et de l'épargne financière que ce secteur arrive à stimuler la demande d'actifs des entrepreneurs afin de financer leurs projets.

Le système financier selon Patrick (1966) repose sur deux fonctions: Le transfert des ressources des secteurs traditionnels vers des secteurs plus modernes et la promotion de l'initiative privée dans ces secteurs modernes. La collecte de l'épargne et sa disponibilité dans ce système crée un effet psychologique favorable à l'égard de l'investissement ce qui pousse les entrepreneurs à s'orienter vers des projets innovateurs à très fortes potentialités technologiques. Les investissements ainsi financés se développent et avec eux la croissance économique. Le caractère dynamique du système financier, selon cette approche, va au-delà de l'allocation et de la gestion des fonds disponibles.

1 Patrick.H (1966),op.cit.,p.180

Les intermédiaires financiers peuvent participer à l'établissement de nouvelles industries soit en tant que garant d'une partie ou de la totalité du capital ou en tant qu'actionnaire. Cette forme de participation fait du système financier un acteur principal dans la promotion de la croissance en amont comme en aval.

L'approche de l'offre s'est renforcée avec les nouvelles idées de la théorie de la croissance endogène qui a donné un rôle clef aux intermédiaires financiers dans le processus d'endogénéisation de la croissance. Les nouveaux modèles de croissance endogènes ont établi, en effet, des relations causales entre le développement financier et la croissance. Ces relations émanent de l'amélioration de l'affectation de ressources à travers la diversification des risques, la gestion des risques de liquidité et le choix d'investissement en fonction des informations sur la rentabilité des projets, King et Levine (1993).

L'importance des intermédiaires financiers apparaît aussi à travers le rôle de conseil qu'ils peuvent jouer. Ces derniers orientent, en effet, les épargnants et les aident à choisir des projets à rendement élevé et ce par la diversification de leur portefeuille d'épargne, Greenwood et Jovanovic (1990). Ils peuvent aussi réduire les risques de liquidité encourus par les agents en les conseillant à faire des choix optimaux entre des placements de long terme, plus productif, et des placements liquides, Bencivenga et Smith (1991).

3 King.R.G et Levine.R (1993),op.cit.,p.175.

4 Grenwood.J.B et Jovanic.B (1990),op.cit.,p.225.

5 Bencivenga.V.R et Smith .B.D(1991),op.cit.,p.215.

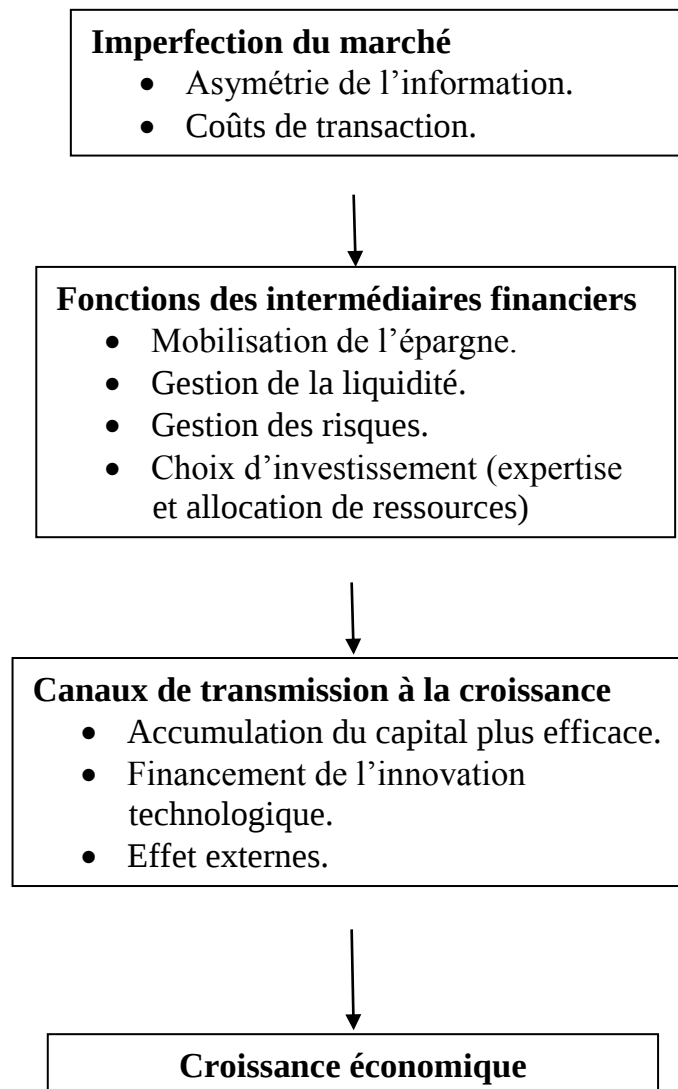
Le rôle du système financier dans la stimulation de la croissance dépend toutefois de la politique économique adoptée qui nécessite la présence d'une réglementation qui favorise la concurrence des marchés et l'initiative privée. Le faible niveau de croissance dans les pays en développement, selon cette approche, est relatif à une politique réglementaire non adéquate qui limite l'initiative privée et favorise une gestion financière plus centralisée dominée par le contrôle de l'Etat sur le marché financier. Devant une telle situation, les intermédiaires financiers deviennent des acteurs passifs qui ne font que répondre aux exigences des plans de développement du gouvernement central.

Bien que les arguments théoriques avancés par chaque approche semblent trouver leur explication sur le plan pratique, les études empiriques relatives à la relation entre le développement financier et la croissance économique appliquées aux pays en développement donnent toutefois des résultats nuancés.

1.1.1. Les canaux de transmission de la finance à la croissance des secteurs non-financiers : les apports de travaux théoriques et empiriques

Une rupture avec la concurrence parfaite, notamment en prenant en compte une information Imparfaite (asymétrique) et des coûts de transactions, permet d'intégrer les (afférentes fonctions des intermédiaires financiers dans les mécanismes théoriques liant la finance à la croissance. Ainsi, sans exhaustivité, la mobilisation de l'épargne, la transformation de placements liquides en actifs productifs mais illiquides, la gestion des risques conduisent à accroître le processus de croissance par quelques canaux principaux : l'accumulation du capital, le financement de l'innovation et les effets externes (externalités technologiques). Ce cheminement théorique est synthétisé par un schéma (figure 1) Inspiré de R. Levine (1997). Parmi ces voies, les effets externes, sont encore peu analysés par la littérature économique, mais ils méritent un intérêt particulier pour un pôle d'activités financières comme le Luxembourg. La présentation rapide de ces canaux est suivie par un compte-rendu succinct des principaux résultats économétriques récents testant la relation finance-croissance de diverses manières, mais surtout à partir de panels de pays.

Figure I.3. Les canaux de transmission de la finance à la croissance

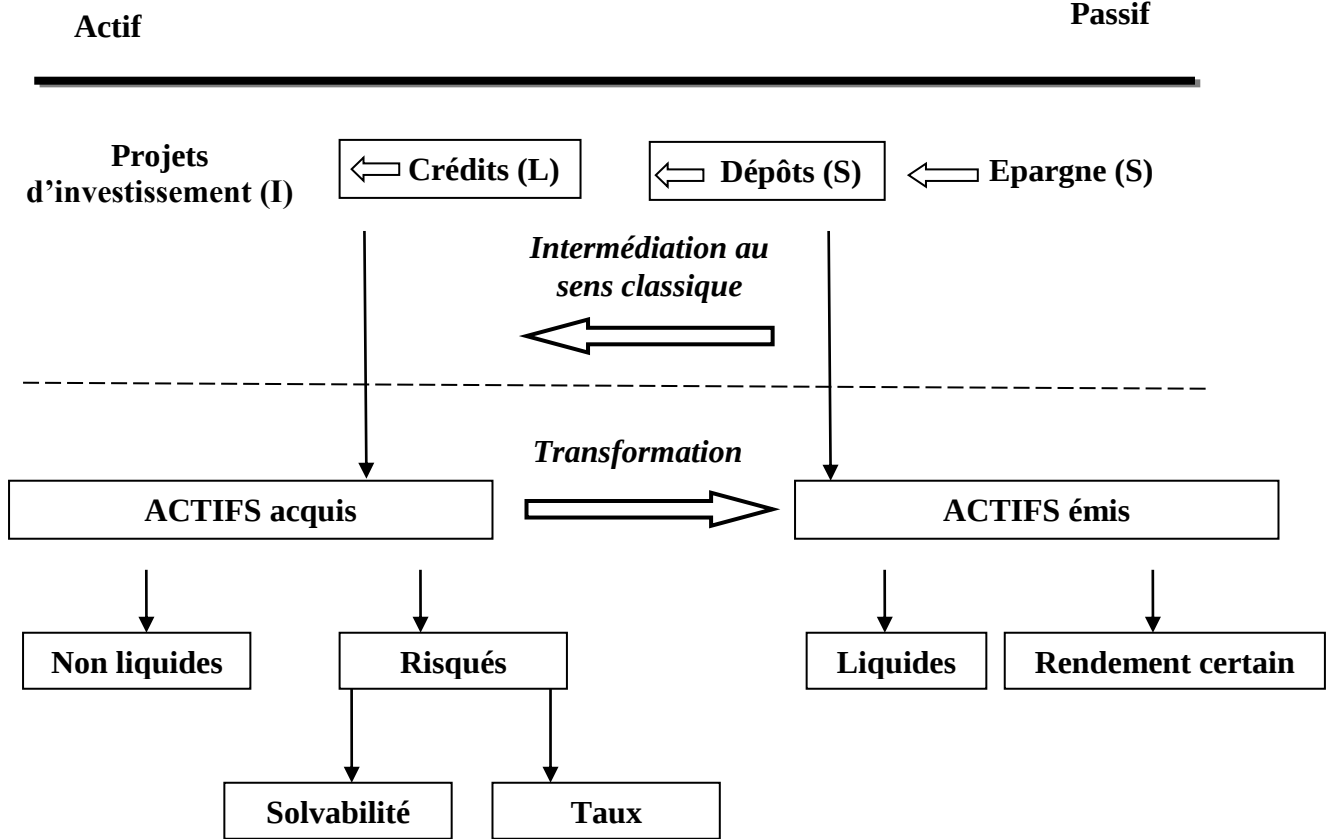


Source : Levine.R (2000),op.cit.p.177.

1.1.1.1. La transformation efficace d'actifs i liquides en actifs liquides :

Une approche traditionnelle cantonnait les banques dans leur fonction d'intermédiation assurant le transfert de l'épargne vers l'investissement. Pins récemment, l'analyse porte davantage sur la transformation d'actifs non liquides mais productifs,, en fait des créances acquises sur les emprunteurs, eu actifs liquides, placements en général préférés par les épargnants. Cette fonction consiste ainsi à fournir de la liquidité. Dans le schéma suivant (figure 2), cette transformation est schématisée pour faire apparaître la nécessaire gestion de deux types de risques: le risque de liquidité et le risque propre aux projets financés (qui regroupe le risque d'insolvabilité et le risque de taux d'intérêt).

Figure I.4. La transformation efficace d'actifs illiquides en actifs liquides



Source : Ibid,p.178.

- Le problème de la liquidité :

La liquidité peut être définie comme la facilité et la rapidité avec lesquelles les épargnants peuvent convertir leurs actifs en avoirs liquides permettant des achats ou de faire face à leurs besoins (à des chocs de liquidité).

La modélisation du développement des intermédiaires financiers peut être envisagée comme une réponse au risque de liquidité en s'appuyant notamment sur l'article fondateur de Diamond et Dybvig (1983).

1 Diamond.D.W et Dybvig .P.H(1983),op.cit.,p.335.

Selon ces auteurs, le rôle des banques est d'assurer, en cas d'asymétrie de l'information, la liquidité aux déposants de manière plus efficace que les marchés financiers. Dans ce modèle inter temporel à deux périodes, l'asymétrie de l'information est introduite du côté des épargnants. Ceux-ci subissent des chocs de liquidité, qui les poussent à modifier leurs plans de dépense et à faire des retraits de dépôts à tout moment auprès de leur banque. Diamond et Dybvig supposent que les crédits sont sans risque de défaut tout en étant illiquides et que les déposants préfèrent la liquidité des dépôts aux actifs productifs illiquides, une partie des déposants subissent un choc après avoir choisi entre deux placements ; l'un liquide peu profitable et l'autre illiquides à haut rendement.

Pour faire face à ce risque de liquidité, il serait possible d'imaginer la présence d'un contrat d'assurance dans le cas où l'épargnant prête directement à l'investisseur. Ce contrat d'assurance couvrirait le besoin éventuel de liquidité de la part des prêteurs avant l'échéance **du projet**. Cependant, en présence d'asymétrie de l'information et de «sûr d'information, il peut être très coûteux de vérifier si les épargnants ont subi un choc de liquidité, ce qui rend ce type d'assurance impossible. Ce problème incite au développement des marchés financiers. Ces marchés vont permettre des apports et des retraits de capital à tout moment, avant l'échéance des projets et pallier ainsi le risque de liquidité.

Dans ce cadre d'analyse, les banques peuvent être appréhendées comme une coalition d'agents qui combinent des investissements illiquides et des placements liquides pour fournir des mélanges adaptés aux préférences des épargnants. Ce rôle des banques ne se justifie que si les marchés financiers ne sont pas parfaitement liquides et qu'en présence de coûts de transaction.

A partir de ces travaux sur la question de la liquidité, V. Bencivenga et B. Smith **(1991)** introduisent la fonction d'apport de liquidité par les banques dans un modèle de croissance endogène pour analyser le rôle de l'intermédiation financière dans la croissance économique. Dans un contexte très proche de celui de Diamond et Dybvig, ce modèle de croissance compare la situation en absence et en présence d'Intermédiaires financiers.

1 Ibid,p.336.

2 Bencivenga.V et Smith.B (1991),op.cit.,p.225.

L'analyse du fonctionnement de l'économie sans intermédiaire financier met en évidence plusieurs faits :

- L'incertitude incite les agents à constituer une épargne liquide et improductive. En effet, lorsque l'avenir est Incertain, les agents constituent une épargne de précaution qui n'est pas favorable à la croissance car elle reste liquide, ce qui constitue un frein pour la croissance.
- Les contraintes de liquidité ont un effet négatif sur l'accumulation du capital lorsque l'investissement doit être autofinancé. En effet, elles découragent les investissements risqués (plus illiquides) et engendrent la liquidation prématurée d'actifs productifs. Ainsi, la liquidation prématurée de l'actif illiquide se traduit par une *utilité* plus faible pour l'ensemble des agents : les agents qui liquident leurs actifs à la date $t+1$ reçoivent moins d'unités de bien de consommation et les entrepreneurs ont aussi une utilité plus faible car le stock de capital disponible pour la production est réduit, donc le revenu de l'activité de production est plus faible. Les agents sont contraints de sacrifier de l'utilité pour faire face à l'incertitude et à leurs besoins de liquidité.

Ces travaux discernent deux cas où le développement d'un secteur bancaire permet une croissance supérieure à celle d'une économie sans intermédiaire financier :

- en présence d'une forte aversion au risque de la part des agents.
- en cas d'une forte illiquidité de l'actif illiquide.

Dans le modèle de Bencivenga et Smith, l'activité d'intermédiation a par conséquent un effet direct sur le taux d'investissement et sur l'élévation durable du taux de croissance, mais cet effet ne passe pas par le taux d'épargne. Une économie où le taux d'épargne est élevé peut avoir un taux de croissance faible si l'épargne reste liquide et mal allouée à l'investissement. C'est en améliorant le taux de transformation de l'épargne en investissement grâce à l'offre de contrats de dépôts fournie aux épargnants que l'intermédiation financière a un rôle positif sur la croissance. De plus, les banques, par leur activité de transformation des ressources courtes (dépôts) en emplois longs (crédits) facilitent la réalisation d'investissements de long terme plus rentables.

- La gestion du risque et de l'information permet une meilleure allocation des ressources.

Le rôle des intermédiaires financiers en particulier bancaires peut se définir par l'acquisition d'informations sur les projets d'investissement et sur la diversification des risques

permise par une diversification du portefeuille. Dans ce cadre d'analyse, Greenwood et B. Jovanovic (1990) ont développé un modèle où le développement de l'intermédiation financière et la croissance économique sont déterminés de manière endogène. Non seulement l'Intermédiaire financier peut éliminer le risque spécifique de chaque projet par la diversification de son portefeuille, mais, en ayant une meilleure connaissance de l'environnement économique général, il a la possibilité de rationaliser ses investissements. Ce type d'arguments sur le rôle du secteur financier n'est pas nouveau. R. Levine (1998) en retrouve les origines dès 1873 chez W. Bagehot à propos de l'explication du développement de l'économie britannique. L'apport de cette démarche est d'insérer la fonction financière dans un modèle de croissance endogène pour mieux démontrer et préciser la place du secteur financier dans la croissance économique.

Par ailleurs, les intermédiaires financiers peuvent exercer ce qui est appelé «une délégation de contrôle », c'est-à-dire que l'emprunteur est contrôlé sur la rentabilité et sur la gestion de son projet par l'intermédiaire et non par tous les investisseurs individuellement (Diamond 1984). Ce contrôle permet une séparation entre les fonctions d'actionnaire et d'investisseur. Mais surtout, il réduit les coûts d'acquisition de l'information et de contrôle et élargit considérablement les possibilités de financement externe des investissements. Ces coûts seront encore réduits lorsque les entreprises et les intermédiaires financiers développent des relations étroites sur le long terme, par exemple dans le cadre de participations des banques au capital des firmes. L'exemple du système bancaire allemand illustre généralement ce modèle.

A ce propos, des analyses récentes examinent révolution du rôle des institutions financières dans un environnement où se développent les marchés financiers avec comme corollaire une baisse des coûts de transaction et d'information grâce aux développements technologiques.

1 Greenwood J.B et Jovanovic B.(1990),op.cit.,p.235.

2 Levine R.(1998),op.cit.,p.180.

3 Ben Gamra.S(2007),op.cit,p.82.

4 Ibid,p.83.

Contrairement à certaines apparences, l'étude approfondie portant sur les systèmes financiers allemand français et britannique, de R. Schmidt, A. Hackelthal et M. Tyrell (1998) ne permet pas de conclure en général à un déclin du rôle des banques dans l'intermédiation financière malgré la tendance à la titrisation (sécurisation) du financement.

1.1.2.2. Le financement de l'innovation :

Déjà dans les travaux de J. Schumpeter, le secteur financier joue un rôle fondamental dans le choix et l'adoption d'innovations technologiques. En effet, non seulement les banques donnent aux industriels l'accès à l'épargne, mais ce financement assure de surcroît la gestion du risque des investissements. Ainsi, selon J. Schumpeter (1912), le banquier n'est pas seulement un intermédiaire, mais il est aussi celui qui permet l'innovation.

Plus récemment, ce canal de transmission de la finance au reste de l'économie par le développement de l'innovation a été placé au centre d'une modélisation de la croissance par R. King et R. Levine (1993a). Dans ce modèle, conformément à l'idée de Schumpeter, les institutions financières évaluent et financent les entrepreneurs dans leurs activités d'innovation et d'apport de nouveaux produits sur le marché. Cette mission est mieux assurée par ces institutions que par les investisseurs individuels en raison du professionnalisme et de la taille des portefeuilles gérés. Quelques hypothèses forment le cadre conceptuel de ce modèle : Premièrement, les coûts fixes sont élevés pour l'évaluation des projets d'innovations des entrepreneurs. Deuxièmement, l'échelle des projets nécessite des fonds substantiels en provenance de nombreux épargnants individuels. Troisièmement, les résultats de l'innovation sont incertains, il est donc nécessaire que le système financier fournisse une diversification du risque. Quatrièmement, pour que la productivité augmente, il est nécessaire que les agents économiques s'engagent dans des projets risqués, plutôt que dans une production avec des méthodes existantes, La récompense de l'innovation se retrouve alors dans le profit.

1 Ibid,p.85.

2 Schumpeter.J (1912),op.cit.,p.150

5 King.R.G et.Levine.R (1993),op.cit.,p.180.

A partir de ces hypothèses, est modélisée la possibilité pour l'entrepreneur innovant de produire des biens intermédiaires à des coûts faibles. Et dans ce cadre, le système financier sert de «lubrifiant» pour le développement des activités innovantes qui favorisent la croissance économique. Ce rôle fondamental s'explique notamment parce que le risque des activités innovantes est entièrement diversifiable par les sources de financement externe.

Ce même canal de transmission par le processus d'innovation est aussi exploré par A, de la Fuente et J, M. Marin (1996) par une modélisation de la croissance endogène incorporant le développement de nouveaux produits dans un contexte d'asymétrie de l'information. L'innovation est considérée comme risquée, et son contrôle (monitoring) est imparfait et coûteux. Ainsi, les auteurs font émerger les intermédiaires financiers de manière endogène pour contrôler les activités innovantes tout en laissant une place aux incitations à l'innovation. Le modèle présenté parvient à montrer que les intermédiaires financiers contribuent à la croissance en collectant l'information, en gérant de manière regroupée le risque et donc en favorisant le financement des activités innovantes risquées. Le degré optimal de contrôle exercé par les intermédiaires financiers dépend du coût des facteurs de production et s'accroît avec l'accumulation du capital.

1.1.2.3. Un canal fondé sur le concept d'externalités

Les développements récents des théories de la croissance dans la direction des explications endogènes du progrès technique, ainsi que les travaux assez proches d'économie régionale mettent l'accent sur l'importance des effets externes technologiques. Le concept d'externalité technologique représente des interactions hors marché, c'est-à-dire non prises en compte par le système de prix de marché et «ai ont un effet sur l'utilité des consommateurs ou sur l'efficacité de la production des entreprises.

L'analyse des économies externes a été initiée par A. Marshall (1920, 1958) qui présente distinctement trois types d'externalités pour expliquer les sources d'implantations des industries. Le premier correspond à un processus de «pooling» de main d'œuvre spécialisée.

1 Ben Gamra .S(2007),op.cit,p.82

2 Ibid,p.85.

La concentration des implantations favorise l'émergence d'un marché de l'emploi local qui donne aux salariés des opportunités de changement ou de promotion sans déplacements importants et aux entreprises de disposer d'un grand nombre de travailleurs qualifiés. Un second type concerne la plus grande variété d'inputs accroissant l'efficacité du système de production. Cet effet fut particulièrement modéré dans le domaine du commerce international, de la croissance endogène et dans l'explication des processus cumulatifs.

Un troisième type d'externalité nommé notamment « technological spillover » ou processus de complémentarité informationnelle résulte de la diffusion des connaissances et de la complémentarité d'idées favorisant l'innovation et la productivité par la proximité spatiale des rencontres informelles entre les salariés. Ce type d'externalités dynamiques, informationnelles et de diffusion des connaissances peuvent être perçus sous deux points de vue. Les externalités dites « Marshall -Arrow-Romer » (MAR) proviennent de la concentration spatiale des activités par branche. Par contre, les externalités décrites par Jacobs (1969) renvoient à la proximité d'industries différentes plutôt qu'à la spécialisation des sites.

En ce qui concerne l'analyse des activités bancaires et financières, les deux types d'externalités ne s'excluent pas et peuvent s'envisager en considérant la finance comme une activité à part entière et non comme un instrument de liquidité ou de financement pour les autres activités. La présence d'externalité due à la concentration d'activités financières sur une place bancaire est assez aisément envisageable. Les échanges d'information, l'imitation des nouveaux produits et procédés se réalisent plus facilement grâce à la proximité d'activités spécialisées.

1.2. La théorie sur le lien entre l'activité des intermédiaires financiers et la croissance économique (l'impact d'un développement financier sur l'accumulation du capital, la productivité et l'intensité des échanges commerciaux) :

L'inefficacité d'une économie sans monnaie est si évidente que la monétarisation des économies est apparue au premier stade du développement et qu'au cours de celui-ci, on a assisté à une sophistication de plus en plus grande des techniques de paiement accompagnant la substitution de la monnaie scripturale à la monnaie manuelle. En réduisant les délais et les coûts de transaction, la dématérialisation de la monnaie renforce les bénéfices de la monétarisation liés au développement des échanges et à la spécialisation des producteurs. Déjà en 1912, Schumpeter avait mis l'accent sur le rôle primordial des banquiers, qui par leur

ciblage et le financement des entrepreneurs, encouragent l'innovation technologique, l'accumulation de capital et stimulent ainsi la croissance économique. Ainsi donc, le développement financier stimule la croissance à travers l'accroissement du taux d'investissement, l'allocation du capital aux projets les plus productifs et l'intensification des échanges commerciaux. Pour arriver à cette fin, les intermédiaires financiers assurent cinq fonctions principales recensées par Levine (2004) :

1.2.1. Acquérir des informations sur les projets et favoriser l'allocation optimale des ressources

Le système financier, par son efficacité, stimule la croissance économique en réduisant les coûts de transaction, et en assurant que le capital soit alloué aux projets les plus rentables. Grâce à des économies d'échelle, l'intermédiation financière réduit les coûts d'information du financement externe, et ce faisant, accroît le rendement implicite des placements tout en diminuant le coût des emprunts. En effet, les épargnants pris individuellement n'ont ni la capacité, ni les moyens d'évaluer les entreprises dans lesquelles ils désirent investir. Ils seront, réticents à investir dans une entreprise dont ils ne disposent d'aucune information. L'intermédiaire financier se substitue à chacun des épargnants pour évaluer les opportunités d'investissement, réduisant ainsi le coût d'acquisition de l'information tout en offrant une opportunité de placement rentable pour les épargnants et un accès au crédit à moindre coût pour les emprunteurs.

Plus les intermédiaires financiers auront des informations précises et exactes sur les entreprises, plus ils pourront financer les meilleurs projets, ce qui améliorera l'allocation des ressources et réduira les risques de défaillances. La réduction des coûts de transaction a également un impact sur le volume de l'investissement, en ce sens qu'elle contribue à transformer une plus grande part de l'épargne en investissements productifs. L'information des intermédiaires financiers peut également stimuler l'innovation technologique en identifiant parmi les projets « innovants » (nouveaux produits ou nouvelles méthodes de production) ceux qui ont les meilleures chances de réussite.

1 Levine.R (2004) : « Finance and Growth : Theory and Evidence »,NBER Working Paper Series,N°10766,p.320.

Les marchés boursiers peuvent aussi stimuler la recherche d'informations sur les entreprises car au fur et à mesure que la liquidité et la taille du marché boursier augmentent, les agents économiques auront une incitation croissante à rechercher des informations sur les entreprises dans le but de faire des profits.

1.2.2. Faciliter les transactions financières et commerciales, la gestion de risques et la diversification des actifs

En général, les ménages préfèrent détenir des actifs liquides, alors que les entreprises sont demandeuses de ressources à long terme pour leurs investissements. Les intermédiaires financiers se chargent de concilier ces deux préférences, a priori divergentes, en transformant les actifs liquides en actifs de long terme convenables pour les investisseurs qui sont soucieux de la stabilité de leurs ressources.

Les intermédiaires financiers adaptent les actifs financiers aux préférences en réduisant l'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs, notamment parce qu'ils exercent un contrôle sur l'activité et la gestion des directeurs d'entreprises. Ils inventent de nouveaux actifs financiers, qui réduisent les risques attachés aux activités de prêts et d'emprunts, risques d'insolvabilité, d'illiquidité et de variation imprévue du prix des actifs (Guillaumont-Jeanneney, 1998). Par exemple, en offrant des dépôts liquides aux ménages et en choisissant un mélange approprié d'investissements liquides et illiquides, les banques procurent une assurance contre le risque de liquidité pour l'épargnant et, simultanément favorisent les investissements à long terme de projets rentables (Levine, 2004). soit en leur apportant assistance pour leurs interventions sur les marchés financiers. Ainsi, les intermédiaires financiers ajustent l'offre et la demande de financement à un niveau supérieur, autrement dit, ils augmentent le volume de l'épargne investie. Simultanément ils améliorent la sélection des investissements et donc la productivité marginale du capital.

Le système financier peut également favoriser la réduction des risques individuels liés aux projets d'investissement grâce à la diversification et au partage des risques. La réduction des risques stimule l'accumulation de capital et améliore la rentabilité des investissements. En retour la croissance économique se trouve affectée favorablement.

1 Ben Gamra.S (2007),op.cit.,p.85.

2 Levine.R (2004),op.cit., p.321.

En l'absence de marché financier, les ménages ne peuvent investir que dans des actifs peu liquides, car les risques idiosyncrasiques les empêchent d'investir dans ces actifs rentables. Les intermédiaires financiers peuvent réduire ce risque de liquidité en mutualisant les risques individuels des déposants, et en investissant les fonds récoltés dans des actifs peu liquides mais rentables. Bencivenga et Smith (1991) ont montré que les intermédiaires financiers, par l'allocation de l'épargne aux actifs peu liquides, et par la réduction de la liquidation prématurée d'investissements rentables, améliorent la productivité du capital, et stimulent donc la croissance économique.

1.2.3. Assurer la surveillance des investissements, exercer un contrôle sur la gestion des entreprises après le financement des projets

Une fois l'investissement financé, les banques doivent exercer un contrôle sur les entrepreneurs pour les contraindre à gérer l'entreprise dans l'intérêt des créanciers et des actionnaires. Cette fonction est d'autant plus importante qu'en raison de l'asymétrie d'information, l'entrepreneur est plus tenté de gérer sa carrière personnelle et de favoriser ses propres intérêts au détriment de ceux des créanciers et actionnaires. L'entrepreneur peut être également tenté de dissimuler des informations sur le rendement réel de l'investissement. Par conséquent, il peut être onéreux pour la banque d'assurer la surveillance des dirigeants d'entreprises. Les garanties et l'adaptation des contrats financiers aux spécificités du projet et au profil de l'emprunteur sont des moyens qui permettent de réduire les coûts de surveillance. Au fur et à mesure que l'entreprise et la banque développent une relation de long tenue, cela contribue à diminuer le coût d'acquisition de l'information pour une meilleure allocation des ressources.

1.2.4. Assurer la mobilisation de l'épargne

Les intermédiaires financiers collectent l'épargne des ménages en leur offrant des possibilités de dépôts, de diversification de leurs portefeuilles et d'investissements rentables, tout en assurant la liquidité de leur placement (Levine, 2004). La mobilisation de l'épargne a un impact positif sur le volume de l'accumulation du capital, elle améliore également l'allocation des ressources et stimule l'innovation technologique.

1 Bncivenga.V.R et Smith.B.D (1991),op.cit.,p.245.

2 Levine.R(2004),op.cit.,p.322.

Par leur fonction de mobilisation de l'épargne, les intermédiaires financiers favorisent l'accès des épargnants au financement des grands projets. Les épargnants pris individuellement ne peuvent pas acquérir un actif émis par une entreprise, surtout si cet actif n'est pas divisible en petites unités. En mettant en commun les épargnes de chaque individu, les intermédiaires financiers peuvent surmonter l'indivisibilité de l'actif émis par l'entreprise et réaliser des économies d'échelle. Ainsi donc, les intermédiaires financiers améliorent l'efficacité de l'économie et stimulent la croissance économique en permettant aux individus d'investir dans des grands projets et en permettant à ces projets de se réaliser. Les systèmes financiers les plus efficaces dans la mobilisation de l'épargne affectent favorablement la croissance économique. Cependant, il n'y a pas de consensus sur l'impact positif des activités des intermédiaires financiers sur l'épargne.

Par ailleurs, on considère en général que l'intermédiation financière devrait avoir un impact plus important sur la productivité du capital que sur le volume de l'épargne et de l'investissement. En effet comme nous l'avons dit plus haut, il est théoriquement possible que la réduction des risques attachés aux placements réduise l'épargne de précaution ; il se peut également que la hausse du rendement de l'épargne ait un effet négatif sur son volume si l'effet de revenu l'emporte sur l'effet de substitution entre épargne et consommation. En revanche, pour de petits producteurs qui n'ont pas accès au crédit des banques et financent leurs investissements par autofinancement, le fait de pouvoir déposer leur épargne dans une banque en touchant un intérêt est un stimulant à l'investissement. Les encaisses jouent alors un rôle de « conduit » pour l'investissement (McKinnon, 1973).

1.2.5. Faciliter l'échange des biens et services

Par cette fonction, les intermédiaires financiers facilitent la spécialisation, l'innovation technologique et la croissance. La spécialisation accroît la productivité du travail et requiert plus de transactions. Ces transactions étant coûteuses, les contrats financiers susceptibles de réduire ces coûts favorisent une plus grande spécialisation, une augmentation de la productivité et la croissance économique.

1 McKinnon.R.I(1973),op.cit.,p.134.

Les intermédiaires financiers favorisent également le commerce extérieur grâce aux crédits à l'exportation, et aux mécanismes de couverture contre les risques de change.

En somme, les intermédiaires financiers grâce à leurs fonctions de recherche d'information sur les projets, de facilitation des transactions, de gestion de risques, de contrôle des entrepreneurs, de mobilisation de l'épargne et de facilitation des échanges de biens et services, stimulent la croissance principalement à travers le taux d'investissement, la productivité du capital, et les échanges commerciaux. Alors que tous les systèmes financiers remplissent ces fonctions, il existe de grandes différences dans la façon dont chacun les assure. C'est ce qui détermine l'impact du développement financier sur la croissance.

Il existe plusieurs modèles théoriques sur la relation entre le développement financier et la croissance. Chaque modèle théorique se rapporte à une fonction précise des intermédiaires financiers et permet d'étudier celle-ci de manière distincte des autres. Cependant, l'inconvénient est l'absence de prise en compte de l'interaction entre ces différentes fonctions. Ainsi, le modèle de Greenwood et Jovanovic (1990) étudie le rôle des intermédiaires financiers dans l'acquisition de l'information et l'allocation optimale des ressources. Le modèle de Bencivenga et Smith (1991) se rapporte à l'apport de liquidité par les banques. Celui de Saint-Paul (1992) porte sur la gestion de risques et la diversification des actifs. Enfin le modèle de King et Levine (2004) étudie le rôle du système financier dans la mobilisation de l'épargne et le financement des projets innovants.

Le modèle de Greenwood et Jovanovic (1990) met l'accent sur le rôle des intermédiaires financiers dans la mobilisation de l'épargne et dans l'acquisition de l'information qui leur permettra d'allouer l'épargne aux projets les plus productifs. Dans ce modèle, le capital peut être investi dans des projets peu risqués et peu rentables ou dans des projets risqués et rentables. Le risque est provoqué par les chocs agrégés et les chocs spécifiques au projet en lui-même.

1 Greenwood.J.B et Jovanovic.B (1990),op.cit.,p.

2 Bencivenga.V.R et Smith .B.D(1991),op.cit.,p.

3 Ben Gamra.S (2007),op.cit.p.80.

4 King.R.G et Levine R(2004),op.cit.,p.

5 Greenwood.J.B et Jovanic.B (1990),op.cit.,p.

Les auteurs supposent que les agents économiques sont incapables de différencier les deux chocs. Par contre les intermédiaires financiers, à l'aide d'un échantillon restreint de projets rentables, peuvent déterminer l'état de la nature. Avec cet investissement sur la collecte et l'analyse de l'information, les intermédiaires financiers profilent leurs stratégies d'investissements sur la base de leur connaissance des chocs agrégés de la période courante. Si à cause d'un choc négatif, les investissements à risque deviennent moins profitables que les investissements plus sûrs, alors les intermédiaires financiers investiront seulement dans les projets peu risqués. Si les coûts d'acquisition et d'analyse de l'information sont suffisamment bas, la capacité des intermédiaires financiers à choisir les projets appropriés pour un choc agrégé donné accroît le rendement attendu de leur portefeuille au-delà de ce que les autres agents économiques auraient obtenu sans aucune information sur les chocs agrégés.

Bencivenga et Smith (1991) ont également démontré que le développement financier est corrélé positivement à la croissance économique. A partir des travaux de Diamond et Dybvig (1983), ces auteurs intègrent la fonction d'apport de liquidité par les banques dans un cadre de croissance pour analyser le rôle de l'intermédiation financière dans la croissance économique. En effet dans une économie sans intermédiaires financiers, l'incertitude incite les agents à constituer une épargne liquide et improductive, en d'autres termes une épargne de précaution qui n'est pas favorable à la croissance. De plus, les contraintes de liquidité ont un effet négatif sur l'accumulation de capital car elles découragent les investissements risqués (moins liquides) et engendrent la liquidation prématurée d'actifs productifs. Les banques, en assurant la liquidité des dépôts des épargnants, donnent la possibilité aux agents économiques d'effectuer des placements rentables, atténuent le risque d'illiquidité et la liquidation prématurée des investissements. Ainsi, l'intermédiation financière accroît le ratio du capital par tête de l'économie et par conséquent stimule la croissance économique.

Saint-Paul (1992) considère de son côté une économie à deux secteurs dans lequel les consommateurs ont le choix entre détenir des actifs risqués et rentables et des actifs peu risqués et peu rentables.

1 Bencivenga.V.R et Smith.B.D(1991),op.cit.,p.

2 Diamant .D.Wet Dybvig .P.H(1983),op.cit.,p.

3 Ben Gamra .S(2007),op.cit.p.81.

Ces deux types d'actifs sont respectivement émis par deux secteurs de l'économie. Si les marchés financiers ne sont pas développés et que les consommateurs ne peuvent pas diversifier leurs actifs, leur choix se fera en faveur des actifs peu risqués et peu rentables. Le développement des marchés financiers accroît les opportunités de diversification, et par conséquent réduit la taille du secteur à actifs peu risqués et peu rentables au profit de celui avec des actifs risqués et rentables. La croissance économique générée par le développement financier est le résultat de cette substitution d'actifs.

Le modèle de King et Levine (2004) traite de l'impact du développement financier sur la croissance économique à travers la productivité des facteurs. Les auteurs considèrent une économie dans laquelle les entrepreneurs potentiels, avec une probabilité inconnue, ont la capacité de mener à bien un projet innovant qui va aboutir à une augmentation de la productivité. Les intermédiaires financiers vont engager des ressources pour évaluer chaque entrepreneur potentiel et seuls les plus prometteurs seront financés¹. Les intermédiaires financiers évaluent les entrepreneurs potentiels, mobilisent l'épargne pour financer les projets les plus productifs et permettent une diversification du risque associé à ces activités innovantes, et ce à moindre coût que les investisseurs pris individuellement. L'évaluation et la sélection des entrepreneurs réduit le coût de l'investissement, accroît la productivité du capital et améliore la croissance économique.

1.3. Les interactions entre les institutions financières et la croissance économique dans les modèles de croissance endogène :

Le lien entre développement financier et développement économique a été reconnu dans la littérature depuis une trentaine d'années : Goldsmith (1969), Gurley et Shaw (1955, 1960) en furent les précurseurs.

1 King.R.G et R.Levine.R (2004),op.cit.,p.

2 Goldsmith.R.W(1969),op.cit.,p.

3 Gurley.J.G et Shaw.E.S(1960),op,cit.,p.

Rapidement, la structure financière devint même un des éléments de la stratégie de développement économique sous l'impulsion d'auteurs comme Gurley et Shaw (1967),) et plus récemment King et Levine (1993). On peut y associer à cette liste l'importante littérature sur la croissance endogène : Bencivenga et Smith (1991), Greenwood et Jovanovic (1990), etc.

Explicitement ou implicitement, dans toutes les études, on retrouve l'idée qu'un système financier efficient active le développement économique tout en l'orientant. Notons cependant que si la corrélation est maintenant largement admise, le sens de causalité reste contesté⁴ opposant, d'une part, le développement financier exogène (conduit par l'offre de services financiers) et, d'autre part, le développement financier endogène (induit par la demande de services financiers).

La principale contribution des systèmes financiers à la croissance repose sur le fait que ces derniers permettent d'assurer le fonctionnement d'un système de paiement efficace et évolutif mobilisent l'épargne et améliorent son affectation à l'investissement. L'existence d'un moyen d'échange fiable est une condition nécessaire de la croissance. Les systèmes de paiement évoluent en parallèle et en interaction avec la croissance économique. La croissance entraîne des gains de productivité, mais aussi une ouverture continue de nouveaux marchés, une complexité croissante des échanges qui renforcent la monétisation des économies, qui est nécessaire à son tour pour soutenir le volume de l'activité économique.

1 Gurley.J.G et Shaw.E.S(1967),op.cit.,p.

2 Bencivenga.V.R et Smith.B.D (1991),op.cit.,p

3 Greenwood.J.B et Jovanovic.B (1990),op.cit,p.

Cette association entre le PIB et le degré de monétisation de l'économie a été soulignée dès la fin des années soixante par Goldsmith (1969).

Par ailleurs, le développement des marchés financiers ou d'intermédiaires bancaires peut assurer une meilleure mobilisation de l'épargne disponible et soutenir ainsi la croissance économique. Il facilite notamment l'agglomération des ressources financières de l'économie. Ceci permet aux intermédiaires financiers de diversifier les risques associés aux projets d'investissement individuels et de proposer aux épargnants des placements à rendements plus élevés. Ceux-ci favorisent la détention de l'épargne sous forme financière, plutôt que sous forme d'actifs réels peu rentables. Cette réorientation de l'épargne peut à son tour renforcer davantage le développement du système financier. Des modèles basés sur la théorie de la croissance endogène permettent de formuler les interactions entre facteurs financiers et croissance en réintroduisant le rôle primordial de l'intermédiation financière dans l'amélioration de l'allocation des ressources.

Parmi les modèles de croissance endogène permettant de formuler les interactions entre facteurs financiers et croissance, on trouve celui de Pagano (1993). D'autres travaux sur ce thème ont été réalisés et montrent qu'une intermédiation financière concurrentielle augmente le taux de croissance de long terme (Greenwood et Jovanovic, 1990; Bencivenga et Smith, 1991).

1.3.1. Le modèle de Pagano

Partant du modèle développé par Rebelo (1991) dans lequel la production agrégée est une fonction du stock de capital :

$$[1] \quad Y_t = AK_t$$

1 Goldsmith.R.W (1969),op.cit.,p.

2 Pagano.M(1993),op.cit.p.

3 Greenwood.J.B et Jovanic.B(1990),op.cit.,p.

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

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

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

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

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

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

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

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

$$[4b] \quad g = \frac{1 + (1 - \delta)K}{K} - 1 = \frac{\emptyset \delta + (1 - \delta)Y/A}{Y/A} - 1 = A\emptyset \frac{S}{Y} + (1 - \delta) - 1 = A\emptyset s - \delta$$

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

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

Dans le cadre de la théorie de la croissance endogène, d'autres modèles ont réintroduit le rôle de l'intermédiation financière dans l'amélioration de l'allocation des ressources.

1.3.2. D'autres analyses théoriques des intermédiaires financiers dans l'allocation des ressources

La présence d'un système bancaire développé permet tout d'abord de financer un montant d'investissement plus élevé en mobilisant davantage d'épargne. L'activité bancaire de diversification et de transformation des échéances permet de satisfaire les demandes, à la fois des agents déposants, et des agents à besoin de financement. L'intermédiaire transforme les

actifs primaires émis par les entreprises en actifs financiers indirects désirés par les investisseurs finaux (Gurley et Shaw,1967) dans un contexte où les besoins des agents emprunteurs et des agents prêteurs ne sont pas les mêmes, les premiers émettant des titres risqués au rendement incertain, alors que les seconds désirent des dépôts à la liquidité et au rendement garantis.

Convertir des actifs illiquides en actifs liquides (sous forme de dépôts disponibles à vue, sans coût de transformation, ni risque) est un service bancaire fondamental, au sens où il fonde l'action bancaire. Cette propriété de l'intermédiation mise en exergue par Diamond et Dybvig (1983) a été introduite par Bencivenga et Smith (1991) dans un modèle de croissance endogène, pour déterminer ses effets sur la croissance. Dans ce modèle, le comportement d'épargne des agents influence le taux de croissance d'équilibre, comportement que les intermédiaires financiers peuvent justement altérer dans un sens favorable à l'investissement à travers leur service de liquidité. Bencivenga et Smith développent un modèle à générations successives, dans lequel les agents vivent trois périodes. Us ont accès à un investissement liquide non directement productif et à un investissement illiquides mais productif, dont le rendement dépend de sa date de liquidation. Si l'investissement productif est liquidé au bout d'une période, le rendement obtenu est inférieur à celui de l'actif liquide. On montre ainsi qu'il existe une incitation à l'apparition de banques fournissant un service de liquidité. Le système bancaire, en assurant la liquidité, permet aux épargnants par nature hostiles au risque, de détenir des dépôts bancaires plutôt que des actifs liquides mais improductifs, et fournit, via ce mécanisme, des fonds pour l'investissement productif à long terme. Avec une externalité dans la production du type considéré par Romer (1986) , un taux de croissance d'équilibre plus élevé sera observé dans des économies ayant un secteur intermédiaire actif.

1 Gurley.J.G et Shaw .E.S (1967),op.cit.,p.

2 Diamond.D.W et Dybvig.P.H (1983),op.cit.,p.

3 Bencivenga.V.R et Smith.B.D (1991),op.,cit.,p.

4 Ben Gamra.S(2007),op.cit.,p.

La productivité marginale de l'investissement augmente avec le développement de la sphère financière car la firme bancaire, d'une part, sait mieux gérer les risques et, d'autre part, possède un avantage comparatif en terme de collecte d'information. Les banques, du fait de l'importance de leur portefeuille, en diversifiant les risques de leurs prêts, peuvent offrir des prêts risqués, sans augmenter pour autant le risque des déposants (Bernanke et Gertler, 1986). L'existence d'intermédiaires financiers réduit le risque économique, mais assure également un rendement plus élevé des investissements (Greenwood et Jovanovic, 1990), ce qui conduit à une croissance plus forte.

Une autre contribution de la firme bancaire à la croissance est liée à son activité informationnelle qui permet d'améliorer l'allocation des ressources collectées par rapport au marché. Face à l'existence d'une asymétrie d'information ex ante, la firme bancaire joue un rôle fondamental de sélection des emprunteurs potentiels. Etant donnés les coûts que chaque agent prêteur doit assumer pour disposer de l'information concernant la rentabilité des projets à financer, une centralisation des décisions de prêt-emprunt est préférable, car le coût de production de cette information décroît avec le volume des contrats (Boyd et Prescott, 1986). Les imperfections du marché dues à l'asymétrie d'information et à l'obligation de maîtriser les coûts de transaction justifient l'existence des banques.

Les notions de coûts de recherche d'informations et de rendement d'échelle qui découlent de la centralisation des activités de prêt-emprunt au sein de la firme bancaire ont été reprises et enrichies par l'apport de la théorie des jeux par Greenwood et Jovanovic (1990). Ces auteurs lient le rôle informationnel des banques à la croissance de la productivité. Ils supposent qu'il existe deux techniques de production, une sans risque mais à faible rendement, l'autre plus risquée, mais plus rentable, qui dépend du progrès technique. Chaque agent ne connaît que le rendement global de la technique de production de son propre projet, alors que celui-ci se décompose en un choc technologique commun à toutes les techniques de production et en un choc spécifique propre à chaque agent.

1 Kpodar.K (2006),op.cit.,p.

2 Greenwood.J.G et Djovanic.B(1990),op.cit.,p.

3 Kpodar .K(2006),op.cit.,p

4 Greenwood.J.G et Jovanic .B(1990),op.,cit.,p.

Il y a donc asymétrie d'information en ce qui concerne les chocs possibles, qui pousse les individus à former une coalition sous forme d'un intermédiaire bancaire. La centralisation de l'information induite permet de discriminer les chocs et de choisir la technologie la plus appropriée par rapport aux chocs identifiés. L'épargne sera ainsi allouée de manière plus efficace en présence d'une firme bancaire.

Ces analyses, en proposant ainsi les différents canaux financiers par lesquels la croissance devient endogène, arrivent à mieux expliquer les fortes disparités de croissance de pays qui, au départ, disposaient des revenus par tête semblables et par là suggèrent un nouveau rôle pour la politique économique Lucas(1989),Demirguç-Kunt et Levine(1996) confirment ce lien entre développement financier et croissance.

1.3. Les faiblesses des analyses de la relation entre développement financier et croissance économique

Dans la plupart des études empiriques, la relation de causalité n'est pas clairement mise en évidence. La disponibilité accrue de ressources financières stimule la croissance et la demande générée par celle-ci, en augmentant les revenus et l'épargne favorise en retour le développement du système financier¹.

Contrairement aux analyses basées sur la croissance endogène qui suggèrent une influence causale du développement financier sur la croissance, les analyses traditionnelles insistent plutôt sur le rôle passif du système financier, qui s'adapte aux besoins du financement du secteur réel de l'économie et accommode le développement autonome de celui-ci. Ce développement financier "induit par la demande* conduit à un élargissement continu des marchés et une différenciation croissante des produits qui exigent une diversification plus efficace des risques et une meilleure maîtrise des coûts des transactions.

1 Lucas (1989),op.cit.,p.

2 Demirguç-Kunt.A et Levine.R(1996),op.cit.,p.

Ce développement financier "induit par la demande*" conduit à un élargissement continu des marchés et une différenciation croissante des produits qui exigent une diversification plus efficace des risques et une meilleure maîtrise des coûts des transactions. Ainsi, ce type de développement financier joue un rôle permissif dans le processus de croissance.

En revanche, le développement financier "entraînant l'offre" précède la demande pour les services financiers et peut exercer un impact autonome sur la croissance : son rôle est notamment de mobiliser les ressources bloquées dans le secteur traditionnel, de les transférer au secteur moderne qui peut promouvoir la croissance et d'assurer leur affectation aux projets les plus performants. Selon Patrick Hugh (1966), le développement financier "entraînant l'offre" est prédominant pendant les phases initiales du développement économique, puisqu'il permet notamment de financer efficacement des investissements qui incorporent des innovations technologiques. Cependant, cette "causalité séquentielle" n'est vérifiée que lorsqu'on utilise un indicateur de monétisation au sens étroit (M1) et non lorsque le ratio d'actifs liquides au sens large (M2/PIB) est utilisé comme indicateur de développement financier (Jung, 1986).

Par ailleurs, comme le suggère Levine (1992), cette "causalité séquentielle" suppose que la croissance réelle permette au système financier d'accomplir sa propre évolution autonome, dans la mesure où l'augmentation de revenu réel offre les moyens de mise en place de relations d'intermédiation financière coûteuses et de plus en plus sophistiquées. En d'autres termes, la croissance économique rend le développement des systèmes d'intermédiation profitable et, en même temps, la mise en place de ces derniers permet d'accélérer la croissance du secteur et la transformation structurelle de l'économie. La contribution du développement du système financier à la croissance s'exerce donc à travers des discontinuités et des effets de seuil (Berthelemy et Varoudakis, 1995).

1 K.podar.K(2006),op.cit.p.85

2 Ibid,p.86.

3 Levine .R(1992),op.cit.,p.25.

4 Berthelemy.J.C et Varoudakis.A (1995) :” Thresholds in Financial Development and Economic Growth “, The Manchester School Supplement ,p.75.

Il est net que les études empiriques ne résolvent pas complètement la question de la causalité. Le développement financier peut prédire la croissance parce que les systèmes financiers se développent tout simplement suite à une anticipation de la croissance économique future. En outre, les systèmes politiques, Ses traditions légales (Laporta et al. 1996), ou le cadre institutionnel (North, 1981) peuvent jouer un rôle important dans le développement financier et économique. Les changements dans les télécommunications, l'informatique, et les politiques sectorielles, influencent la qualité et la structure des institutions du système financier (Merton, 1992). Il est extrêmement difficile d'isoler l'importance de ces éléments et de tout autre facteur dans le processus de croissance économique. Par conséquent, toute déclaration au sujet de la causalité est pour une grande part non conclusive et qui plus est, spécifiquement rivee à des périodes et à des pays particuliers.

2. La théorie de la répression financière :

Partant de l'idée d'une relation positive entre le développement financier et la croissance économique, McKinnon (1973) développe vers le début des années soixante dix, l'idée selon laquelle le sous-approfondissement financier est la raison principale du faible niveau du produit dans les pays en développement. Ce sous-développement découle de l'adoption d'une mauvaise politique économique qui se caractérise par la fixation des taux d'intérêt au-dessous du niveau d'équilibre du marché. Le déséquilibre des taux que McKinnon (1973) et Shaw (1973) appellent répression financière, a pour effet un faible développement des canaux de la croissance. Afin d'améliorer la croissance de l'épargne, de l'investissement et par conséquent celle du produit, ces deux auteurs proposent de procéder à des réformes qui permettent le développement du système financier. Ces réformes passent par la libéralisation des taux d'intérêt d'où le nom de la théorie de la libéralisation financière. L'objectif de ce paragraphe est de mettre en lumière les principales idées de cette théorie et d'exposer les débats théoriques qu'elle a suscités.

1 Ben Gamra .S (2007),op.cit.,p.92.

2 Ibid,p.93.

3 Ibid,p.94.

4 McKinnon.R.I(1973),op.cit.,p.120.

5 Shaw.E.S (1973),op.cit.,p.156.

2.1. Définition de la répression financière.

La théorie de la libéralisation financière est apparue pour la première fois dans les écrits de McKinnon (1973) et Shaw (1973) suite aux débats théoriques sur la relation entre le développement financier et la croissance économique. Ces deux auteurs ont fait remarquer le marasme économique des pays en développement et son lien avec la situation embryonnaire de leur système financier. Ce marasme, ont-ils expliqué, est dû à l'interventionnisme accru de l'Etat dans le système financier. Cet interventionnisme a été qualifié de répression financière.

2.2. Les fondements théoriques de la répression financière :

2.2.1 La répression financière selon McKinnon et Fry.

McKinnon (1989), donne une définition très large à la répression financière. Selon lui, la répression se définit par toute taxation du système financier et toute mesure de régulation provoquant une situation de déséquilibre des capitaux intérieurs.

La répression financière selon McKinnon prend deux formes. Le contrôle des taux d'intérêt et le système d'allocation directe de crédits. La politique de contrôle des taux est appliquée aux taux sur les crédits et les dépôts. Les taux sont souvent plus faibles que le niveau du marché. L'Etat corrige souvent le différentiel entre les taux débiteurs et créditeurs en subventionnant les banques.

L'Etat peut aussi agir sur le système financier en taxant les intermédiaires financiers. La taxation peut être soit directe, en prélevant des taxes sur le revenu et/ou sur le bénéfice des banques ou indirecte en obligeant les banques à détenir un certain pourcentage de leurs dépôts sous forme de réserves obligatoires à la Banque Centrale. Cette politique permet à l'Etat de s'assurer des ressources suffisantes pour ses besoins de financement. Ces contraintes imposées au système financier, (crédits à des taux bonifiés, facilités de caisse aux entreprises publiques), freinent la liberté de décision de crédits des banques et conduisent à une inefficacité allocative du système.

1 McKinnon.R.I(1973),op.cit.,p.170.

2 Shaw .E.S(1973),op.cit.,p.130.

3 McKinnon .R.I(1989),op.cit.,p.105.

Fry (1995) met l'accent sur la distinction entre restriction et répression financière. Sur la base d'analyse des politiques économiques des pays en développement, il rappelle que ces pays ont plutôt utilisé des politiques de restriction. Ces dernières se définissent par toute forme d'intervention de l'Etat sur le marché financier afin d'extraire des ressources de financement supplémentaires. Ces formes d'interventions prennent différentes formes, tels que la mise en place de taux élevés sur les réserves obligatoires ou d'autres mesures citées plus-haut par McKinnon. La restriction financière ne se transforme en répression qu'en présence de taux d'inflation élevé. En effet, dans la plus part des pays en développement et lorsque l'emprunt intérieur est insuffisant, l'Etat complète le financement du déficit budgétaire par émission monétaire. Cette solution a pour résultat l'apparition des premiers signes d'inflation. Si le phénomène d'anticipation d'inflation se produit, les agents économiques vont changer leur portefeuille en actifs en devises afin de se prémunir contre l'inflation. Ce comportement réduit la demande de monnaie nationale et augmente l'inflation. La répression financière, selon Fry, est donc une conséquence involontaire des politiques restrictives additionnées à un fort taux d'inflation.

3. La libéralisation financière :

Les travaux sur le rôle du système financier dans le développement financier ont été dominés par l'approche néoclassique de la libéralisation financière initiée par McKinnon et Show (1973). Ces deux auteurs présentent la libéralisation du secteur financier comme moyen efficace et simple pour accélérer la croissance économique des pays en voie de développement. Cette théorie trouve rapidement un écho favorable, tant auprès des grands organismes internationaux (FMI, Banque Mondiale) qu'auprès de certains pays en voie de développement. Elle séduit par la simplicité de sa mise en œuvre. Dès la fin des années 70, un certain nombre de pays d'Amérique Latine (Argentine, Chili, Uruguay) mettent en place une politique de libéralisation financière. Des pays du Sud- Est Asiatique (Corée du sud, Taiwan) leur emboîtent le pas au début des années 80.

Dans ce chapitre nous allons analyser dans une première section les fondements théoriques de la libéralisation financière, dans une deuxième section le processus de la libéralisation financière et dans une troisième section les conséquences provoquées par cette libéralisation.

3.1. Le fondement théorique de la libéralisation financière

Depuis les années 70, les pays en voie de développement souffrent de certains déséquilibres et de certaines difficultés d'ordre économique et sociale dues pour certains économistes à l'intervention massive de l'état.

L'interventionnisme étatique est apparu dans les économies capitalistes développées à la suite de la grande crise 1929 lors du grand crash boursier. Tout au long de la période ayant précédé cette crise, leur fonctionnement économique était basé sur le principe de l'autorégulation. L'Etat n'exerce aucun contrôle et aucune fonction régulatrice sur l'économie.

De ce fait, l'état crise était attribuée à l'incapacité du marché d'assurer une autorégulation permettant un équilibre de plein emploi. Dans ce cadre, selon la théorie de Keynes, l'Etat est appelé à jouer un rôle central dans le processus de régulation et constitue le stimulant et le moteur du développement et de la croissance économique.

En revanche, les tenants du libéralisme (les thèses libérales : McKinnon, Shaw et) ont trouvé dans l'intervention massive de l'état des difficultés et des déséquilibres majeurs affectant l'économie capitaliste depuis 1970, d'où la nécessité du désengagement total de l'Etat et de l'abandon de toutes formes d'institutionnalisme et de toute structure de réglementation de l'activité économique. Il s'agit en effet du passage d'une économie basée sur le contrôle de l'Etat à une économie de marché. Ce passage s'inscrit dans le cadre d'un processus de libéralisation.

En effet, le succès de la libéralisation financière n'est pas surprenant car depuis les années 1960 et les travaux de Goldsmith (1969), la communauté économique « attendait » un instrument théorique solide pour justifier la liaison entre le développement financier et le développement réel dans les pays en voie de développement.

3.1.1. L'approche théorique de McKinnon et Shaw :

McKinnon et Shaw considèrent un système économique en déséquilibre avec une abondance d'opportunités d'investissement. Ils se placent dans le cadre de pays en retard dans lesquels les politiques financières adaptées ne permettent pas d'exploiter ces opportunités. En

effet, ces derniers se caractérisent par des taux d'intérêt bas et par une forte intervention des autorités dans l'allocation des crédits notamment par le biais des réserves obligatoires

Dans les économies en voie de développement où les auteurs définissent l'inflation comme étant élevé et stable. La politique de taux d'intérêt bas rend alors les taux d'intérêt réels négatifs et pousse les épargnants à préparer les biens refuge à la monnaie. Cette répression conduit à un ralentissement de la croissance économique.

Pour McKinnon et Shaw la libéralisation financière serait la meilleure solution pour promouvoir la croissance économique. Cette hypothèse repose sur deux arguments :

- D'une part, le plafonnement des taux d'intérêt à des niveaux artificiellement bas réduit l'épargne, l'offre des fonds prêtables, ceci conduit à un rationnement de l'investissement et un ralentissement de la croissance économique.
- D'autres parts, la répression financière entraîne une mauvaise allocation des crédits.

Tableau I.2. Analyse comparative des politiques de répression et de libéralisation financière

Répression financière	Libéralisation financière
Analyse	
- Rôle favorable des taux d'intérêt réels négatifs sur l'investissement.	- Rôle favorable des taux d'intérêts positifs sur l'épargne.
- L'investissement crée l'épargne.	- L'épargne crée l'investissement.
- Dissociation épargne/crédit : les déposants ne profitent pas des crédits liés à leurs dépôts.	- Les dépôts font les crédits.
- Les crédits font les dépôts.	
Politique	
- Transfert inflationniste et politique sélective du crédit.	- Désengagement du trésor et politique rigueur monétaire.
- Pas de rémunération des dépôts des ménages.	- Le seul actif financier des ménages doit être rémunéré.
- L'économie non monétisée et la rareté des liquidités supposent une centralisation de la politique. Les gisements d'épargne ne peuvent être mobilisés.	- Monétiser l'économie et créer des réserves par la décentralisation. Possibilité de mobiliser les encaisses oisives.

-
- Les structures financières sont des préalables aux politiques monétaires financières.
 - Critères enveloppe et quotas : rationnement quantitatif.
-

- La hausse des taux d'intérêts permet innovations financières.
 - Critère de rentabilité : rationnement par prix.
-

Source : McKinnon.R.I(1973),op.cit.,p.127..

3.6. L'impact de la libéralisation financière sur la performance des systèmes financier et réel : Le concept de libération financière est apparu dans la littérature au début des années 70 à travers les travaux de McKinnon (1973) et de Shaw (1973). Ces deux auteurs ont présenté la libération et plus spécifiquement la réglementation, comme un moyen efficace permettant, d'accélérer la croissance économique des pays en développement.

Par la suite, de nombreux auteurs se sont inscrits dans ce champ d'investigation et ont étudié l'impact de la libération financière sur la croissance économique, en appréhendant la relation susceptible d'exister entre innovations financières et développement économique. Cette démarche repose toutefois sur l'hypothèse implicite que le développement financier était la conséquence « naturelle » des réformes financières n'entraînent pas obligatoirement le développement du secteur financier. Il est donc primordial de vérifier leur impact sur le développement de la sphère financière qui constitue un préalable à la libéralisation financière.

Dans ce cadre, deux voix de recherche peuvent être adoptées. La première consiste à étudier la relation de causalité entre les taux d'intérêts réels (mesure de la libéralisation financière) et certains indicateurs du développement, l'épargne ou l'épargne financière. La seconde voie consiste à analyser l'impact de la libéralisation financière sur l'activité des marchés financiers et celle du secteur bancaire. Notre démarche s'inscrit dans cette seconde voie d'investigation.

3.6.1. L'impact de la libéralisation financière sur le développement financier :

Dans de nombreux pays en développement, le secteur financier est considéré comme étant stratégique car il joue un rôle considérable dans le processus d'allocation des ressources. C'est la raison pour laquelle les gouvernements cherchent à le contrôler directement.

Ces contrôles prennent diverses formes : depuis la nationalisation du secteur jusqu'à la mise en place de procédures telles que la fixation des taux d'intérêts à des niveaux inférieurs au niveau d'équilibre ou le financement en priorité des projets publics. La gestion administrative des taux d'intérêts et leur fixation à de bas niveaux ont suscité des critiques virulentes dans la littérature .

McKinnon (1973) se situe dans le cadre d'une économie fragmentée où les entreprises et les ménages sont tellement isolés qu'ils doivent faire face à des prix effectifs différents pour la terre, le capital, la main d'œuvre et les marchandises et qu'ils n'ont pas accès aux mêmes technologies. Dans cette économie, et en l'absence de marchés financiers organisés, toutes les unités économiques recourent à l'autofinancement il n'y a donc pas besoin d'opérer une distinction entre les épargnants (ménages) et les investisseurs (entreprises) qui n'ont pas de relation de financement entre eux. L'investissement est donc totalement autofinancé et nécessite une épargne préalable qui peut prendre deux formes distinctes :

- Une épargne sous forme d'actifs réels improductifs rapportant, au mieux, le taux d'inflation anticipé CP^*
- Une épargne financière, sous forme d'encaisse monétaire (dépôts bancaires). Cette épargne est supposée être une fonction croissante de sa rémunération réelle, c'est-à-dire du taux d'intérêt réel servi sur les dépôts ($d-P^*$). Plus élevé et plus l'incitation à épargner est grande.

Cette contrainte sur l'emprunt, empêche les entreprises d'utiliser les technologies les plus efficaces et se traduit par une utilisation sous optimale des ressources de l'économie. McKinnon (1973) estime qu'une augmentation des taux d'intérêt réels (suite à une diminution du taux d'inflation ou à une augmentation des taux d'intérêt nominaux) se traduit par une hausse de l'investissement. La formation d'une épargne supplémentaire, sous forme d'encaisse monétaire, induite par l'augmentation des taux d'intérêt, viendrait financer, en effet, ces investissements.

1 McKinnon.R.I(1973),op.cit.p.160.

2 Ibid,p.161.

McKinnon(1973) parle ainsi d'un effet « conduit de la monnaie vers l'investissement».

Le relèvement du rendement de la monnaie contribue à une formation accrue du capital. La mobilisation de l'épargne à travers l'amélioration de sa rémunération, semble être la condition nécessaire à l'augmentation de l'investissement et à la réalisation de la croissance économique.

Le cadre théorique développé par Shaw (1973) est moins restrictif que celui de McKinnon dans la mesure où il n'impose pas de contrainte absolue à l'autofinancement. Les agents peuvent emprunter, y compris sur un marché informel. Dans ce cas, l'augmentation des taux d'intérêts accroît les possibilités de financement pour les investisseurs et agit donc positivement sur l'investissement qu'elle permet d'attirer davantage de dépôts. Shaw (1973) met par ailleurs l'accent sur l'efficacité avec laquelle le système financier sélectionne les projets (financial deepning). Il affirme que des taux d'intérêts faibles n'encouragent pas à pratiquer une sélection des projets. Par contre, des taux d'intérêt élevés, incitent les institutions financières à accorder des prêts aux projets d'investissements les plus productifs et favorisent l'augmentation des engagements du système bancaire.

Ainsi, que l'on se place dans le cadre théorique tracé par McKinnon, ou dans celui envisagé par Shaw, l'affirmation de base reste l'existence d'une relation positive entre épargne et taux d'intérêts. Cette thèse a été cependant remise en cause par Taylor (1983). Pour ces deux auteurs, l'augmentation des taux d'intérêts officiels entraînerait, via la réallocation des portefeuilles des agents, une baisse des ressources financières sur le marché informel au profit du secteur bancaire formel. En raison du coefficient de réserves obligatoires et de divers autres ratios de gestion que les banques doivent obligatoirement observer, le transfert de ressources financières d'un marché à l'autre serait de nature à réduire la disponibilité globale des fonds prêtable. La contrainte financière des entreprises serait ainsi plus serrée, l'investissement réduit et la croissance freinée.

1 Ibid,p.162.

2 Shaw.E.S (1973),op.cit.,p.165.

3 Ibid,p.166.

4 Kpodar.K(2006),op.cit.,p.175.

D'après Eboué (1990), l'approche de McKinnon et de Shaw négligent un des aspects structurels des pays en développement à savoir l'existence d'un secteur financier informel. En effet, la situation de répression financière reflète le dualisme financier dans les pays en développement. Celui-ci est composé des banques dont les risques doivent être compensés par l'existence de garanties réelles et d'un secteur informel qui finance toutes sortes d'activités par l'allocation de créateur plutôt que sur la base d'estimation du créateur. Ce dualisme financier montre l'insuffisance de l'intermédiation financière bancaire et non bancaire.

Un résultat similaire est proposé par d'auteurs tels que Davidson (1986). La hausse de l'épargne consécutive à la hausse d'intérêt, a pour corollaire une baisse de l'incitation à la consommation qui, en développant chez les producteurs la formation d'anticipations pessimistes, décourage l'investissement. Cette tendance est renforcée par la hausse des charges financières des entreprises suite à l'augmentation des taux d'intérêt et dont l'impacte sur les prix, diminue le salaire réel des consommateurs.

Greenwood et Javanie (1990) ont présenté un modèle dans lequel l'intermédiation financière et la croissance sont endogènes. Selon eux, le rôle des institutions financières est de collecter et d'analyser l'information afin de distribuer les fonds d'investissement aux activités ayant le rendement le plus élevé. Ils ont montré qu'il existe une relation de causalité, à double sens, entre la croissance économique et le développement financier. D'une part, le processus de croissance génère une participation plus élevée dans les marchés financiers facilitant ainsi la création et l'expansion des institutions financières.

Dans le même ordre d'idées, Pagano (1994) a analysé les effets du développement du marché financier sur le taux d'épargne. Ils mettent l'accent sur l'effet des contraintes d'emprunts sur la croissance économique.

1 Ibid,p.176

2 Ibid,p178.

3 Greenwood.J.B et Jovanic .B(1990),opu,cit,p.235.

4 Pagano.M (1994),op.cit.,p.120.

Un résultat important de ce travail est que l'incapacité partielle ou totale des individus à emprunter les incite à augmenter leurs épargnes. Ainsi, le développement financier qui encourage les crédits, semble ne pas favoriser l'épargne (ce résultat est en conformité avec les résultats constatés en Amérique Latine où la libéralisation financière n'a pas engendré une augmentation des taux d'épargne). Ce résultat implique que le fait de relâcher les contraintes d'emprunts ne semble pas favoriser l'épargne. Ceci ne signifie pas que le développement financier cause une croissance faible, les auteurs suggèrent en fait que la relation entre les contraintes d'emprunt et la croissance dépend finalement de l'importance des effets des contraintes de financement sur la productivité marginale du capital plus que sur le volume d'épargne. En particulier, ils ont montré que la relaxation des contraintes d'emprunts favorise l'accumulation du capital humain. Cet effet augmente la productivité marginale du capital et peut ainsi mener à une croissance plus élevée malgré la diminution de l'épargne.

Bandiera et Al (2000) indiquent que l'effet à long terme de la libéralisation financière sur l'épargne peut être différent de celui à court terme. Ce dernier provient essentiellement d'une variation des taux d'intérêts et des qualités de crédits disponibles. A long terme, et comme cela a été souligné par Servén (2002), la libéralisation financière est susceptible de stimuler le développement financier ce qui a une influence positive sur celle du revenu et donc sur l'épargne (effets indirects de la libéralisation).

3.6.2. Libéralisation financière et croissance économique : les canaux de transmission:

Les économistes et les praticiens ont longtemps discuté la question des effets de la libéralisation financière sur la croissance. En fait, depuis la contribution de Goldsmith (1969), la littérature économique s'est de plus en plus concentrée sur l'étude de la relation qui existe entre la libéralisation financière et la croissance économique.

1 Kpodar.K(2006),op.cit.,p.176.

2 Ibid,p.177.

3 Goldsmith.R.W (1969),op.cit.,p.154.

Cette multitude de travaux ayant cherché à dégager les effets de la libéralisation financière sur le développement économique ne cache pas le fait que l'interrogation principale de la plupart de ces travaux était : Comment et à travers quels canaux la libéralisation financière exerce son effet sur la croissance économique ?

3.6.2.1. L'effet de la libéralisation sur la croissance économique par des canaux directs :

a) L'augmentation de l'épargne nationale :

En principe, les flux de capitaux Nord-Sud permettent aux pays développés et ceux en développement de réaliser des bénéfices potentiels. Ils fournissent un rendement plus élevé pour les pays développés. Tandis qu'ils impliquent une augmentation de l'investissement dans les pays pauvres en capitaux (Fischer [1998]). La possibilité du financement externe permet aux pays d'éviter la contrainte de liquidité. Ainsi, l'investissement des pays est favorisé. En conséquence, l'accroissement des investissements stimule l'emploi et permet donc d'utiliser le capital humain partout où il se trouve. En d'autres termes, l'accès aux capitaux étrangers permet d'exploiter le potentiel de croissance en investissant dans des projets rentables au-delà de ce qui serait permis par la seule épargne des résidents. De ce fait, les économies émergentes peuvent profiter de cette masse de capitaux pour financer leur développement.

Enfin, une lecture du rapport sur le développement dans le monde (1999-2000) de la Banque Mondiale nous permet de conclure que la libéralisation des mouvements de capitaux favorise la croissance des pays émergents :

« ...jusqu'au début des années 90, l'allégement des dispositions financières contraignantes était considéré comme un moyen de favoriser la croissance, mais il n'était pas jugé aussi important que les autres facteurs. Ce point de vue est en train de changer à la faveur des recherches menées ces dernières années. On ne considère à présent que l'expansion des circuits financiers, et notamment l'établissement des marchés boursiers performants, contribuent fortement à la croissance future d'un pays, surtout grâce à une meilleure répartition des ressources » (Rapport de la Banque Mondiale (1999-2000)).

1 Ben Gamra .S (2007),op.ct.,p.182.

2 Banque Mondiale, Rapport (1999-2000).p.60.

b) La réduction du coût de capital par une meilleure gestion de risque :

Un fort argument pour l'ouverture financière est basé sur les principes de la théorie moderne des finances internationales, qui soulignent l'élément « risque » des marchés financiers internationaux. Krugman (1998) montre qu'en diversifiant son portefeuille sur les marchés mondiaux, l'investisseur peut faire plus d'investissement rentable dans son propre pays, ce qui favorise la croissance nationale. L'idée est que l'accès aux marchés de capitaux internationaux permet un découplage entre l'épargne et l'investissement national.

Plusieurs modèles d'évaluation d'actifs internationaux ont été développés et soulignent que la libéralisation du marché des valeurs mobilières améliore l'allocation du risque ([Stulz [1999]). D'abord, l'opportunité de partage de risque entre les investissements étrangers et domestiques peut aider les investisseurs à diversifier leurs risques. Cette capacité de diversifier les risques encourage les investisseurs à investir dans plusieurs projets, d'où, elle exerce un effet favorable sur la croissance. Ensuite, à mesure que les mouvements de capitaux augmentent, les marchés des valeurs mobilières domestiques deviennent plus liquides, ce qui pourrait réduire la prime de risque, abaissant ainsi le coût de capital des investissements.

En fait, il y a deux composantes du coût de capital dans un pays quelconque: le taux sans risque et la prime de risque des capitaux propres. La théorie suggère que tous les deux diminuent quand un pays pauvre en capitaux libéralise son marché financier (Henry [2003]) met les points sur le rôle de la libéralisation des mouvements des capitaux eu matière de réduction du coût de capital. Tout d'abord, il considère un petit pays où :

1. Le marché financier est complètement segmenté des marchés financiers internationaux ;
2. Les investisseurs ont tous le même degré d'aversion au risque (qui est une constante), et qu'ils s'intéressent seulement au rendement espéré de leurs projets et à la variance de leurs investissements.

1 Ben Gamra .S (2007),op.cit.,p.185.

2 Ibid,p.185.

3 Ibid,p.186.

c. La stimulation du système financier domestique :

Comme on l'a déjà vu, depuis les travaux de Goldsmith (1969), de McKinnon et Shaw (1973) et de King et Levine (1993), l'importance du système financier dans le soutien de la croissance économique a été de plus en plus démontrée dans la littérature économique. Il a été particulièrement avancé que la libéralisation financière peut exercer un effet favorable sur la croissance économique à travers la stimulation du secteur financier (Klein et Olivei, 2000). En effet, l'implantation des banques étrangères (généralement venant des pays développés) dans les pays en développement ou l'augmentation de leurs parts dans les banques domestiques et intensification de la concurrence entre-elles peut exercer un effet positif sur le développement du secteur financier, et sur la croissance économique par la suite.

Levine (1996) a souligné que la plus grande propriété étrangère des banques domestiques peut produire plusieurs avantages. Premièrement, la participation étrangère des banques peut faciliter l'accès des entreprises domestiques aux marchés financiers internationaux. En second lieu, elle peut aider à améliorer le cadre de normalisation et de surveillance du secteur bancaire domestique. Troisièmement, les banques étrangères présentent souvent une variété de nouveaux instruments et techniques et peuvent favoriser des améliorations technologiques sur les marchés intérieurs. En effet, l'interpénétration des changements économiques, réglementaires et technologiques, va exercer un effet direct sur l'évolution du comportement des banques. Celles-ci qui ont suivi de près le mouvement de libéralisation, vont essayer de s'y adapter pour éviter les risques qui peuvent en résulter.

C'est ainsi qu'avec le développement de la déréglementation et de la désintermédiation, les entreprises vont assister à une certaine substitution des crédits bancaires par l'émission des titres sur les marchés financiers naissants. En fait, la dynamisation de l'activité boursière est considérée comme l'un des principaux traits qui indiquent la mise en application d'une libéralisation financière. Cette dynamisation va être derrière l'instauration d'une concurrence brûlante entre la finance intermède et la finance directe.

1 Ibid,p.187.

2 Levine.R(2006),op.cit.,p125.

Particulièrement, la « titrisation », source de concurrence des banques, va inciter ces dernières à modifier leurs comportements et changer le mode de gestion de leurs bilans, tout en essayant de consacrer une part importante de leurs actifs à l'achat des titres. C'est d'ailleurs ce comportement qui a permis à la plupart des économistes et théoriciens de se demander s'il s'agissait bien d'une désintermédiation ou simplement d'une nouvelle forme d'intermédiation. C'est dans ce sens que Renversez (1988) écrit :

«La croissante des marchés financiers a pu faire croire à une diminution de l'activité des intermédiaires financiers et plus particulièrement les banques alors que sous des formes évolutives le financement demeure fortement intermédiaire » (Renversez (1988).

Comme résultat à tous ces changements de 1 environnement économique, financier, technologique et réglementaire suite à la libéralisation, les pays ayant adopté cette stratégie vont assister à un développement de leurs secteurs financiers.

d) Le transfert du savoir-faire technologique et managérial :

Parmi l'ensemble des flux de capitaux privés, les investissements directs étrangers sont toujours préférés par les pays en développement car, à part leurs caractères durables, ce type de flux exerce des effets de diffusion sur le plan technologique.

Depuis les travaux de Gregorio et Lee (1995), il est de plus en plus admis que le progrès technique exerce un effet positif sur la croissance. Il agit sur le niveau de la production finale à travers plusieurs canaux de transmission : l'acquisition du capital humain, l'importation des produits innovants, l'acquisition des nouvelles techniques de production, etc. Ce résultat a été déjà démontré par Findly (1978) qui, en se basant sur un modèle classique, a montré que les IDE véhiculent le progrès technique dans les pays qui les reçoivent. Ce point de vue a été souligné aussi par Wang (1990) qui a développé un modèle de croissance mettant en évidence l'importance du capital humain et de la diffusion technologique sur le développement économique via les mouvements internationaux des capitaux.

1 Ben Gamra.S(2007),op.cit.,p.190

2 Ibid,p.190.

3 Ibid,p.191.

De même, l'attraction des IDE exerce un effet important sur le plan managérial permettant ainsi le transfert des méthodes modernes de gestion vers les pays en voie de développement. Les flux des capitaux et particulièrement les IDE représentent donc un canal adéquat pour la diffusion et le transfert des innovations technologiques. Ces transferts peuvent augmenter la productivité qui à son tour peut exercer un effet favorable sur la croissance économique.

3.6.2.2. L'effet de la libéralisation sur la croissance économique par des canaux indirects :

Il s'agit essentiellement de la signalisation, la discipline macro-économique ainsi que la promotion de la spécialisation.

a) La signalisation ;

La volonté d'un pays d'entreprendre une libre circulation des capitaux et donc plus d'intégration financière peut être interprétée comme un signal qu'il va pratiquer des politiques plus amicales envers les investissements étrangers à l'avenir. Bartolini et Drazen (1997) suggèrent que l'enlèvement des restrictions sur les sorties des capitaux peut, par son rôle de signalisation, mener à une augmentation des apports de capitaux.

Beaucoup de pays, y compris la Colombie, l'Égypte, l'Italie, la Nouvelle Zélande et le Mexique, ont reçu des apports de capitaux significatifs après la suppression des restrictions aux sorties des capitaux.

b) La discipline macro-économique :

L'intégration financière internationale est capable de donner lieu à une augmentation de la productivité dans une économie nouvellement libéralisée et ceci à travers son impact positif sur la capacité du gouvernement d'exercer plus de crédibilité au futur. Ainsi, l'ouverture financière et l'existence d'un risque de volatilité des taux des capitaux renforcent l'incitation à adopter des politiques macro-économiques saines.

1 Ibid,p.193.

Dans le même ordre d'idée, Kose et Prasard (2003) notent ;

« La libéralisation du capital peut en outre être comme un signe de l'attachement du pays à une bonne politique économique. Pour un pays dont le compte de capital ouvert, l'impression d'une détérioration du cadre de sa politique économique pourrait être stationnée par les investisseurs intérieurs et étrangers, qui pourraient en retirer brusquement leurs capitaux. Les décideurs sont ainsi fortement incités à adopter et maintenir des politiques saines, avec leurs avantages manifestes pour la croissance à long terme » (1)

Plus spécifiquement, le rôle disciplinaire de l'intégration financière peut changer la dynamique des investissements domestiques dans la mesure où elle mène à une réallocation de capital vers les projets les plus productifs en réponse aux changements des politiques macro-économiques.. La perspective de telles politiques tend à décourager l'investissement et à réduire la croissance. Par contre, l'ouverture financière peut exercer un effet favorable sur les décisions des pouvoirs publics et les contraint de ce fait de s'engager dans des telles politiques prédatrices à l'avenir puisque les conséquences négatives de telles pratiques sont plus graves lorsque le pays est libéralisé Prasad, et Kose (2004).

Toutefois, plusieurs économistes insistent sur le fait que l'instauration des réformes macro-économiques et même institutionnelles devrait être mises en place même avant le commencement du processus de libéralisation. Particulièrement, la stabilité du niveau général des prix et la modération du déficit budgétaire sont considérées comme des conditions nécessaires pour bénéficier au plus de la libéralisation.

c) La promotion de la spécialisation :

Prasad,et Kose (2004) avancent que l'idée selon laquelle la spécialisation dans la production peut augmenter la productivité et la croissance est intuitive.

1 Kose.A et Prasard.E (2004) : « Effects of Financial Globalization on Developing Countries : Some Empirical Evidence », IMF Working Paper, N°7.p.5.

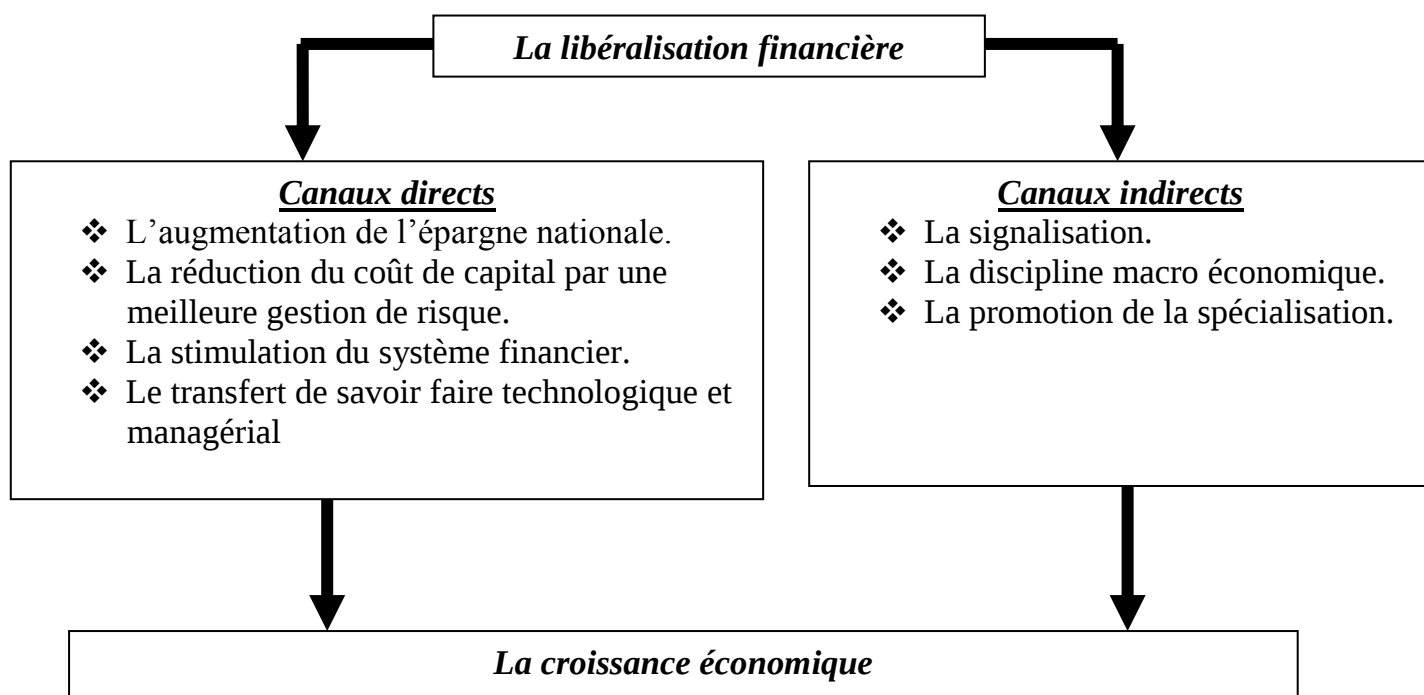
2 Kose .A et Prasard.E(2003),op.cit.,p.15.

3 Ibid,p.16.

En fait, en absence des mécanismes de gestion des risques, une structure de production fortement spécialisée peut produire une volatilité élevée du rendement suite à une diminution de la demande. Les soucis concernant l'exposition à une telle volatilité peut décourager les pays à profiter de la spécialisation pour soutenir leurs croissances. En principe, la libéralisation financière peut jouer un rôle utile en aidant les pays pour s'engager dans un processus de diversification internationale des risques.

La figure ci-dessus met en évidence les différents canaux, directs et indirects, à travers lesquels la libéralisation financière agit sur la croissance économique.

Figure I.4. Les canaux de transmission de la libéralisation à la croissance économique



Source : Kose .A et Prasard.E(2003),op.cit.,p.15

1 McKinnon.R.I(1991),op.cit.,p.175.

Section 3 : Revenue de littérature empirique sur l'interaction entre le développement financier et la croissance économique :

1. Les études ayant trouvé une relation positive entre le développement financier et la croissance

On constate historiquement une relation entre le développement des actifs financiers et le développement des économies. L'un des travaux précurseurs est celui de Goldsmith (1969) qui a étudié l'évolution financière en longue période (1861-1963) de 35 économies principalement industrialisées. L'auteur a montré que le développement de ces économies s'est accompagné d'une hausse tendancielle du rapport des actifs financiers au capital réel (appelé FIR ou financial inter-relation ratio) et, en termes de flux, du rapport des émissions d'actifs financiers au produit intérieur brut. Cependant, l'étude de Goldsmith présente quelques points faibles : les observations sont limitées à seulement 35 pays, la croissance économique n'est pas contrôlée pour l'effet des autres facteurs qui la détermine, et la double causalité entre le développement financier et la croissance n'est pas prise en compte.

King et Levine (1993) ont surmonté certaines des limites de l'étude de Goldsmith (1969). Les deux auteurs examinent en coupe transversale le lien entre le développement financier et la croissance sur un échantillon de 77 pays en développement sur la période 1960-1989, en mettant en lumière les canaux de l'accumulation du capital et de la productivité globale des facteurs.

Quatre indicateurs de développement financier ont été utilisés : l'agrégat monétaire M2 rapporté au PIB, les actifs des banques commerciales divisés par le total des actifs des banques commerciales et de la banque centrale, la part des crédits au secteur privé dans le total des crédits intérieurs et la part des crédits au secteur privé dans le PIB.

L'hypothèse sous-jacente à ces différents indicateurs est que la taille du système financier est corrélée positivement à la fourniture et à la qualité des services financiers.

1 Goldsmith.R.W(1969),op.cit.,p.110.

2 King.R.G et Levine.R (1993),op.cit.,p.155.

Les auteurs utilisent également quatre indicateurs de performance économique : le taux de croissance du PIB par tête réel, le taux de croissance du stock de capital, le taux de croissance de la productivité globale des facteurs (calculé en supposant l'élasticité du capital par rapport au produit égale à 0,3) et le taux d'investissement. King et Levine montrent que chaque indicateur de développement financier est corrélé positivement à chacun des indicateurs de performance économique à un seuil de significativité de 1%. Ces résultats tiennent également lorsque l'échantillon est subdivisé en quatre sous-groupes selon le taux de croissance du revenu par tête (pays dont le taux de croissance économique est supérieur à 3%, compris entre 2 et 3%, compris entre 0,5 et 2% et inférieur à 0,5%).

Pour traiter la causalité inverse entre le développement financier et la croissance économique, King et Levine ont régressé le taux de croissance du PIB par tête sur la part des actifs liquides dans le PIB en 1960 (supposé exogène). Les résultats confortent ceux obtenus précédemment : le niveau initial du développement financier exerce un impact positif et significatif sur la croissance économique moyenne de la période 1960-1989. Par conséquent le développement financier ne suit pas simplement la croissance, mais la prédit aussi à long terme. Enfin, King et Levine reprennent leur analyse sur des moyennes décennales des indicateurs de performance économique qu'ils régressent sur les niveaux en début de période des indicateurs de développement financier.

Les variables de contrôles (le log du PIB par tête, le log du taux de scolarisation secondaire, le ratio des dépenses publiques sur le PIB, le taux d'inflation et le taux d'ouverture commerciale) sont également mesurées en début de période. Introduit séparément dans les régressions, chaque indicateur de développement financier est corrélé positivement à chaque indicateur de croissance économique au moins au seuil de significativité de 10%.

1 Ibid,p.165.

2 Ibid,p.166.

Bien que l'étude de King et Levine (1993a) représente une avancée considérable, elle ne traite pas de manière satisfaisante la causalité de la relation entre le développement financier et la croissance (le fait que le niveau de développement financier initial prédise la croissance de long terme ne permet pas de trancher sur le sens de la causalité) et ne traite pas non plus des déterminants du développement financier. Par ailleurs, l'estimation du modèle sur différents sous-groupes est entachée de biais de sélection.

Sur un échantillon de 74 pays de tous niveaux de développement avec des données sur la période 1960-1995, Levine, Loayza et Beck (2000) utilisent deux méthodes économétriques pour tenir compte de l'endogénéité de la variable de développement financier dans un modèle de croissance. D'une part ils font une analyse transversale en instrumentant le développement financier par l'origine anglo-saxonne, germanique, française et Scandinave du système légal. D'autre part, retenant la même variable instrumentale, ils procèdent à une analyse en panel dynamique, avec un découpage en sept périodes de cinq ans chacune, grâce à l'estimateur GMM (Generalized Method of Moments) en panel dynamique, méthode qui permet de résoudre les problèmes de biais de simultanéité, de causalité inversée et de variables omises qui affaiblissaient les résultats des études antérieures. Une fois le taux de croissance économique contrôlé pour l'influence des variables telles que le PIB initial, le taux d'inflation, les dépenses de consommation publique, l'ouverture, la prime de change sur le marché parallèle, et des variables d'instabilité politique, les auteurs trouvent un impact positif considérable de la composante exogène du développement financier sur la croissance économique.

En contrôlant pour l'effet du taux d'investissement sur la croissance économique, les auteurs trouvent que l'effet positif du développement financier sur la croissance passe principalement par l'accroissement de la productivité globale des facteurs. L'effet à travers l'accumulation de capital est donc moins important. Les résultats sont robustes aux différentes méthodes économétriques utilisées. Par ailleurs, en analysant les déterminants du niveau de développement financier, les auteurs ont trouvé que la qualité de l'environnement légal (protection des droits des créanciers, exécution des contrats).

1 Ibid,p.168.

2 Levine.R,Loayza.N et Beck.T(2000),op.cit.,p.225.

1.1. La controverse du sens de la causalité de la relation entre développement financier et croissance :

Sur le plan théorique, il existe une controverse dans la littérature économique sur le sens de causalité de la relation entre développement financier et croissance. S'il est admis que le développement financier stimule la croissance (c'est le point de vue de Schumpeter, 1912), la croissance économique peut également provoquer le développement financier. En effet, les marchés financiers et les institutions adéquates peuvent apparaître lorsque le processus de croissance économique provoque une demande croissante de services financiers qui induit l'expansion du secteur financier. Cette thèse a été soutenue par Robinson (1952). En marge de ces deux théories, Patrick (1966) en propose une autre selon laquelle la causalité dépendrait du niveau de développement. Selon cette hypothèse, le développement financier cause la croissance économique dans les premiers stades de développement, mais cet effet diminue graduellement au cours du processus de développement jusqu'à s'inverser. Dès lors, c'est la demande de services financiers de la part du secteur réel qui provoque le développement financier. Il existe cependant des modèles théoriques qui offrent le compromis de la causalité à double sens de la relation entre le développement financier et la croissance. Greenwood et Smith (1997) ont construit des modèles dans lesquels les marchés financiers surgissent après une période de développement économique et où l'expansion de ces marchés accentue la croissance réelle.

Cette controverse sur le sens de la causalité se retrouve également dans les études empiriques malgré l'utilisation de techniques économétriques de plus en plus élaborées. King et Levine (1993a) sont parmi les premiers à étudier la causalité sur le plan empirique. Ils arrivent à la conclusion que cette causalité va du développement financier vers la croissance, en mettant en relief une relation significative entre le niveau de développement financier initial (en 1960) et la croissance économique des 30 ans qui suivent (1960-1989). Ces résultats ont été beaucoup critiqués d'une part parce que les données transversales se prêtent moins à l'étude de la causalité que les données temporelles.

1 Schumpeter.J (1912),op.cit.,p120..

2 Ben Gamra .S(2007),op.cit.,p.205.

3 Patrick (1966),op.cit.,p.55.

4 Greenwood.J.B et Smith .B (1997),op.cit.,p.220.

D'autre part, l'antériorité n'implique pas forcément la causalité. En effet, si les entrepreneurs anticipent une croissance économique future, qui entraînera une demande accrue de services financiers, ils pourraient investir dans la création d'activités d'intermédiation financière en anticipation des profits futurs. Le système financier se développe donc en réponse aux perspectives de croissance dans le secteur réel. Dans ce scénario, le développement financier est déterminé par la croissance, mais il la précède.

L'analyse en séries temporelles de la causalité a été effectuée par de nombreuses études. Mais malgré les avantages liés à cette méthode, l'incertitude demeure. Arestis et Demetriades (1996) examinent la question de la causalité dans un échantillon de 12 pays pris individuellement. A l'aide d'un modèle à correction d'erreur et du test d'exogénéité faible, les auteurs arrivent à des résultats assez variés (causalité dans un sens ou dans un autre et double causalité). De plus, pour un même pays, les résultats peuvent varier en fonction de l'indicateur.

1.2. Causalité et corrélation entre le développement financier et la croissance économique.

Afin de mettre en pratique la relation entre le développement financier et la croissance économique, les chercheurs ont suivi des démarches empiriques basées sur des études statistiques et économétriques. Deux principales démarches ont été suivies : La recherche d'une relation de causalité entre les variables financières et le produit et l'application d'estimations économétriques.

1.2.1. Les liens de causalités entre les variables financières et la croissance.

Une des relations de causalité la plus fréquemment utilisée par les chercheurs a été le test de Granger. Ce test met en évidence trois sens de causalités possibles: Une causalité unidirectionnelle (causalité d'une variable vers l'autre sans que la réciproque soit vraie), une causalité bidirectionnelle (causalité dans les deux sens) ou inexistence de causalité. Goldsmith (1969) a été le premier à utiliser les relations de causalité entre la croissance économique et le développement financier.

1 Arestis .P et Demetriades .P(1996),op.cit.,p.215.

2 Goldsmith.R.W(1969),op.cit.,p.155.

Goldsmith (1969) a constaté un mouvement à la hausse du ratio actif financier sur la période utilisée (1860-1963). Il fait cependant remarquer qu'il ne peut pas confirmer une relation causale entre les deux variables en raison de la dimension de l'échantillon (petit échantillon).

Quelques années plus tard, Jung (1986) utilise le test de Granger pour 56 pays dont 38 pays en développement. Il remarque que seuls 14 pays en développement présentent une causalité bidirectionnelle. Les 24 pays qui restent présentent une causalité dans un seul sens c'est à dire que le développement financier cause au sens de Granger la croissance. Bien qu'ils mettent en lumière l'existence d'un lien de causalité entre l'approfondissement financier et la croissance du produit, les résultats obtenus par Jung (1986) émanent d'un échantillon non homogène¹ qui ne permet pas de généraliser la relation pour tous les pays.

Thornton (1996) trouve des résultats similaires à ceux de W. Jung. Il applique le test de Granger à 22 pays sur une période de 30 ans. Mais les résultats mitigés qu'il a obtenus l'ont poussé à conclure qu'il est impossible d'affirmer un effet positif du développement financier sur la croissance, que l'effet de causalité peut être réciproque entre les deux variables et que le rôle que joue le secteur financier dans la croissance est temporaire.

Demetriades et Hussein (1996) ont utilisé un test de cointégration (Granger et Engle) afin d'évaluer la relation de long terme entre le développement financier et la croissance économique pour 16 pays. Deux variables financières mesurées en pourcentage du produit ont été testées : les dépôts et les créances au secteur privé. Les résultats du test ont montré que la relation de cointégration n'est vérifiée que pour cinq pays et pour une des deux variables financières seulement.

1 Ibid,p.156.

2 Kpodar.K (2006),op.cit.,p.202.

3 Ibid,p.203.

4 Demetriades.P et Hussein (1996) , op.cit.,p.115.

La même relation de cointégration a été appliquée à l'échantillon précédant mais en utilisant le test de Johansen. Les résultats de ce test ont été plus concluant dans la mesure où 13 des pays estimés ont présenté une relation de cointégration. Cette relation n'est cependant, évidente que pour la première variable financière. Ces deux auteurs concluent qu'ils ne peuvent pas affirmer qu'il existe une relation linéaire de long terme entre l'approfondissement financier et la croissance économique et que si cette relation existe, elle est probablement non linéaire.

Dans la même perspective, un test de cointégration et un modèle à correction d'erreurs ont été utilisés par Darrat (1999). Les variables explicatives du taux de croissance utilisées par cet auteur ont été le taux d'inflation, la masse monétaire et la monnaie en circulation. Les deux variables ont été calculées en pourcentage du produit. Les deux modèles ont été appliqués à trois pays : L'Arabie Saoudite, Les Emirats arabes Unies et la Turquie. Les résultats obtenus ont révélé que l'effet de l'approfondissement financier sur la croissance dépend de l'environnement économique de chaque pays et du degré de maturité des variables financières. De plus, cet effet n'est perceptible qu'à long terme et ne semble influencer que quelques secteurs de l'économie.

Les tests de causalité n'ont pas permis, ainsi, d'établir une généralisation du sens de causalité entre les variables financières et la croissance économique. Les résultats obtenus ont montré que la relation est soit inexistante, soit unidirectionnelle ou bidirectionnelle. Par ailleurs, quand la relation existe, celle-ci est soit temporaire ou de court terme. Lorsque la relation de long terme est vérifiée, elle n'influence que certains secteurs de l'économie.

1.2.2. Corrélation entre les variables financières et la croissance.

En plus des tests de causalité de Granger, certains auteurs ont procédé à des estimations économétriques construites sur la base d'équations et de modèles théoriques. Parmi ces auteurs, nous pouvons citer King et Levine (1992) qui ont mesuré l'effet du niveau du développement financier sur les canaux de la croissance.

1 Kpodar.K (2006),op.cit.,p.205.

2 King.R.G et Levine.R (1992),op.cit.,p.255.

A cet effet, ils ont construit quatre indicateurs financiers qu'ils ont appliqués aux variables de croissance de 119 pays entre 1960 et 1989. Les résultats obtenus ont montré que les variables financières ont un effet positif et significatif sur la croissance à travers leurs effets sur le volume et l'efficacité de l'investissement. King et Levine (1993b) ont, par la suite, réutilisé les mêmes indicateurs financiers qu'ils ont appliqués à trois indicateurs de la croissance (voir annexe). La même période d'estimation a été appliquée à 85 pays en coupe transversale. Les résultats obtenus ont confirmé l'existence d'effet significatif et positif des variables financières sur la croissance.

Ces mêmes auteurs utilisent un modèle de croissance endogène afin d'estimer le rôle que peut jouer le secteur financier dans la croissance économique, King et Levine (1993a). Ils supposent que les intermédiaires financiers sont les principaux fournisseurs de services pour les entrepreneurs. Ils évaluent les projets de ces derniers, ils présentent des plans pour la diversification des risques et fournissent les informations nécessaires qui facilitent le choix des projets les plus rentables. Les services financiers ont été mesurés par quatre indicateurs. Les indicateurs de la croissance retenus ont été des indicateurs classiques tel que le produit par tête, le stock du capital physique par tête ainsi que d'autres déterminants de la croissance par tête. La régression en coupe transversale a été appliquée à 77 pays entre 1960 et 1989. Les résultats obtenus ont montré une relation positive entre les variables de croissance et les indicateurs des services financiers.

Levine (1997) reprend, par la suite, l'étude ci-dessus et suppose que la création des institutions financières et le développement de l'offre de leurs produits et services permet une reallocation de l'épargne entre les différentes technologies de" production.

L'échantillon ainsi constitué comportait à la fois des pays à revenu élevé, à revenu intermédiaire et des pays à revenu faible. L'estimation en données de panels sur la période 1976-1993 a révélé une relation positive et très significative entre la liquidité boursière et le produit intérieur brut.

1 King.R.G et Levine .R(1993),op.cit.,p.256.

2 Ibid,p.256.

3 Levine .R (1997),op.cit.,p.125.

Des études similaires entreprises par d'autres auteurs ont permis de constater la même relation positive et significative entre l'approfondissement financier et la croissance économique, De-Gregorio et Guidotti (1995). Plus récent encore, Benhabib et Spiegel (2000), utilisent les mêmes variables financières utilisées par King et Levine (1992) afin de mesurer les effets indirects de la finance sur la croissance et ce à travers ses effets sur les facteurs d'accumulation et de production. En appliquant leur modèle au Chili, l'Argentine, l'Indonésie et la Corée dans une econometrie en données de panels, ils arrivent à un résultat mitigé. Ils avancent alors deux idées : La première idée vient confirmer les hypothèses relatives à l'impact positif des variables financières sur la croissance bien que la robustesse de cet effet reste variable.

Lorsque les études portent sur des échantillons plus homogènes tels que les pays de l'Afrique subsaharienne, les résultats deviennent ambigus. Collier et Gunning (1997) reprennent, en effet, l'échantillon de King et Levine et montrent que l'effet de l'approfondissement financier sur la croissance est positif en Afrique mais plus faible que dans les autres pays en développement. Un résultat similaire a été trouvé par Sawides (1995) qui utilise un échantillon de 28 pays africains dont trois pays du Maghreb. La variable développement financier mesurée par le ratio quasi monnaie en pourcentage du produit n'était significative qu'au seuil de 10%. Cette variable devient non significative lorsque Sawides (1995) introduit la variable «libertés politiques».

Ces résultats mitigés peuvent trouver une explication dans l'étude de Berthélemy et Varoudakis (1998) qui montrent l'existence d'effets de seuil. C'est à dire qu'en deçà d'un certain niveau de développement financier la croissance est plus lente. La différence des niveaux de développement du système financier fait ressortir ce qu'ils ont appelé des équilibres multiples.

1 Kpodar.K (2006),op.cit.,p210.

2 King .R.G et Levine.R (1992),op.cit.,p.155.

3 Kpodar.K (2006),op.cit.,p211.

4 Ibid,p.212.

5 Berthelemy.J.C et Varoudaki .A (1998),op.cit,170.

Ces équilibres apparaissent en raison de l'interaction à double sens entre l'approfondissement financier et la croissance. Ces deux auteurs expliquent l'existence de ces équilibres par la théorie de convergence et montrent que l'amélioration du niveau de croissance est liée au niveau de développement financier. Ces deux auteurs arrivent à la conclusion qu'en dessous d'un certain niveau d'éducation et d'un ratio seuil M2/PIB, le rattrapage ne s'effectue plus et les pays se trouvent bloqués dans un club de convergence particulier.

Ces auteurs ont identifié quatre clubs de convergence définis par le niveau d'approfondissement financier et le niveau d'éducation. Les pays qui présentent un faible niveau de développement financier convergent vers le groupe de pays à faible croissance économique. Ces auteurs font remarquer que l'amélioration des performances financières pour un pays à faible développement financier peut faciliter le processus de croissance mais cette condition n'est pas suffisante pour assurer le développement économique.

Il ressort des ces études empiriques que le lien positif entre le système financier et la croissance économique ne peut pas encore être totalement admis. En effet, les tests économétriques qui ont essayé de vérifier cette relation n'ont pas donné des résultats concluants. L'effet du développement financier sur la croissance était soit positif, King et Levine (1992) ou négatif, Darrat (1999) et même parfois non significatif, Berthélemy et Varoudakis (1998).

1 King.R.G et Levine.R (1992),op.cit.,p.155.

2 Kpodar.K (2006),op.cit.,p.220.

3 Berthelemy.J.C et Varoudakis.A (1998),op.cit.,p.220.

2. Les études ayant trouvé un impact mitigé du développement financier sur la croissance

Malgré la multitude des travaux de recherche qui trouvent un lien positif entre le développement financier et la croissance, une littérature émergente met en doute la solidité de cette relation. Ainsi, Andersen et Tarp (2003) ont montré que la relation positive entre le développement financier et le taux de croissance du produit par tête, mise en lumière par Levine, Loayza et Beck (2000), ne se vérifie plus lorsque l'on restreint leur échantillon aux seuls pays d'Afrique au sud du Sahara et d'Amérique latine (le coefficient du développement financier est négatif mais non significatif). Andersen et Tarp (2003) concluent que l'effet positif attendu du développement financier sur la croissance n'est pas suffisamment soutenu par les travaux empiriques.

Ram (1999) montre, sur la base des données annuelles relatives à 95 pays sur la période 1960-1989, qu'une corrélation positive et significative entre le ratio de liquidité et la croissance du PIB par tête n'apparaît que pour neuf d'entre eux. La corrélation est négative pour 56 pays parmi lesquels 16 sont significatives à 5%. Pour le reste de l'échantillon, la corrélation est positive mais non significative. Dans l'ensemble, ces résultats persistent lorsque les données sont en moyennes quinquennales. Luintel et Khan (1999) observent de manière similaire une corrélation négative entre le développement financier et la croissance économique (données annuelles) sur sept des dix pays de leur échantillon.

Fernandez et Galetovic (1994) ont utilisé le même échantillon que King et Levine (1993) et l'on subdivisé en deux sous échantillons selon leur appartenance ou non à l'OCDE. A Ils montrent ensuite que la corrélation diminue et devient non significative pour les pays de l'OCDE.

1Anderson et Tarp (2003),op.cit.,p.120.

2 Levine.R,Loayza.S et Beck.T (2000),op.cit,p.255.

3 Anderson et Tarp (2003),op.cit.,p.121.

4 Kpodar.K (2006),op.cit.,p205.

5 Ibid,p.206.

6 King.R.G et Levine.R (1993),op.cit.,p.215.

De même, De-Gregorio et Guidotti (1992) élargissent l'échantillon de King et Levine, et montrent que lorsque l'échantillon est divisé en trois groupes de pays selon le niveau initial de revenu par tête, la corrélation entre le développement financier et la croissance augmente et devient significative au fur et à mesure que le niveau initial de revenu par tête diminue. En outre, lorsque les auteurs restreignent l'échantillon aux seuls pays d'Amérique latine, ils trouvent un impact négatif et significatif du développement financier sur la croissance. Ce résultat assez surprenant peut s'expliquer par le fait que dans les années 70 et 80, les pays latino-américains ont connu un épisode de libéralisation financière rapide des marchés financiers suivi de crises financières récurrentes. La libéralisation des marchés financiers s'est faite dans un contexte d'environnement légal et de régulation non appropriés, et par conséquent a conduit à un système financier fragile. Comme le montre Díaz-Alejandro (1985), qui analyse la libéralisation financière dans les années 70 en Amérique latine, la faible régulation et la garantie implicite des pouvoirs publics ont conduit à une hausse excessive des prêts. De ce fait un système financier avec un volume élevé de crédit peut révéler un système financier fragile, et non un système financier efficace.

Favara (2003) réexamine le lien entre le développement financier et la croissance sur le plan empirique et présente des résultats d'estimations basées sur des données transversales et des données de panel avec une variété de méthodes économétriques. Deux indicateurs de développement financier sont utilisés : les actifs liquides et les crédits au secteur privé. Sur les données transversales, le développement financier apparaît corrélé positivement à la croissance lorsque l'estimation est faite par les MCO, mais cette corrélation disparaît lorsque l'on traite l'endogénéité du développement financier en utilisant l'origine légale comme instrument. Sur les données de panel avec la méthode des moments généralisés en panel dynamique, le développement financier se révèle non significatif dans l'équation de croissance. Les résultats obtenus avec la méthode du Pooled Mean Group sont également ambigus et non robustes.

1 De-Degrorio et Guidotti (1992), op.cit.,p.115.

2 Kpodar.K (2006),op.cit.,p206.

3 Ibid,p.206.

Aghion, Howitt et Mayer-Foulkes (2004) ont également trouvé un effet direct non significatif du développement financier (mesuré par Crédit/PIB) sur la croissance économique. Cependant, le coefficient de la variable croisée du niveau de développement financier et du niveau initial du PIB par tête (relatif à celui des Etats-Unis) présente un signe négatif et significatif. Les auteurs en concluent que la probabilité pour un pays de converger vers le taux de croissance de l'économie américaine augmente avec le niveau de développement financier. Il existe un seuil critique de développement financier au-delà duquel tous les pays convergent vers le taux de croissance de l'économie américaine (considéré comme la frontière technologique mondiale).

3. La validation empirique de l'interaction entre développement financier et croissance économique :

Les recherches théoriques et empiriques les plus marquantes entre le développement financier et la croissance économique sont les travaux de King et Levine (1993) qui ont mis en évidence le rôle important du système financier dans le développement de la croissance économique.

Ces auteurs, ont développé un modèle estimé sur la base d'un échantillon composé de 80 pays sur la période (1960-1989). Ils ont voulu tester si le niveau du développement financier permet de prévoir la croissance économique à long terme. L'accumulation du capital et l'amélioration de la productivité.

King et Levine (1993) ont introduit quatre indicateurs de mesure du niveau de développement financier qui sont la taille du système financier mesurée par les engagements liquides du secteur financier par rapport au PIB et représentée par le ratio ($M2 / PIB$) les dépôts auprès des banques commerciales par rapport aux dépôts bancaires et les dépôts auprès de la banque centrale et le montant des crédits accordés aux entreprises privées par rapport au PIB.

1 Ibid,p.207.

2 King.R.G et Levine.R (1993),op.cit.,p.220.

3 Ibid,p.221.

Ainsi, au travers le premier indicateur, ces auteurs démontrent une forte corrélation positive entre le PIB réel et la taille du système financier.

Par le biais du second indicateur ; ils mesurent le degré avec laquelle les banques de dépôts et la banque centrale allouent des crédits. Par ailleurs, cet indicateur présente deux faiblesses du fait que les banques ne sont pas les seuls intermédiaires financiers dans l'économie et que celles-ci peuvent aussi financer les dépenses de l'Etat investissements des entreprises publiques.

Moyennant le dernier indicateur, ces auteurs mettent l'accent sur la fonction d'allocation des crédits aux entreprises privées.

L'hypothèse derrière ces indicateurs est que le système financier qui accorde plus des crédits aux entreprises privées est plus engagé dans le contrôle de ces entreprises et des dirigeants dans le but de prémunir contre le risque d'insolvabilité, d'assurer la mobilité des capitaux vers la meilleur emploi possible, par opposition au système financier réprimé qui débloque des crédits au profit des entreprises publiques et de l'état.

A cet effet King et Levine trouvent une corrélation positive et statistiquement significative entre le PIB réel par tête et l'importance des crédits accordés au secteur privé.

En outre, King et Levine intègrent, dans leur modèle un ensemble de variables de contrôle associées à la performance économique comme le revenu par tête, l'éducation, la stabilité politique, le degré d'ouverture et la politique fiscale et monétaire qui viennent confirmer les résultats économétriques dégagés.

La structure théorique du modèle de Levine est de la forme suivante :

$$G(i) = \alpha + \beta F(i) + \mu X(i) + \varepsilon_t \quad \text{où:}$$

G(i) : Indicateurs de développement réel (taux de croissance à long terme du PIB par tête, du stock du capital par tête, de la productivité)

F(i) : indicateurs de développement financier.

X(i) : Variables de contrôle (Log du revenu par tête. log du taux de scolarisation, dans le secondaire, ratio des dépenses publiques au PIB taux d'inflation, degré d'ouverture).

1 Ibid,p.221.

Les différentes régressions permettent démontrer un impact significativement positif entre les indicateurs ce développement financier $F(i)$; et les variables représentant la croissance économique $G(i)$.

Berthélemy et Varoudakis (1995) ont à leur tour examiné la contribution du développement financier à la croissance économique en utilisant des données de Panel. Ils ont considéré 82 pays pendant six périodes quinquennales dès le début des années soixante jusqu'aux années quatre vingt dix. Ces deux auteurs utilisent comme variable explicative le taux de croissance comme il a été utilisé par Romer et Weil (1992).

Toute fois, ils traitent différemment la variable **M2/PIB** considérée comme un indicateur de développement financier d'un pays.

En effet, le traitement de cette variable est modifié par rapport aux travaux antérieurs dans la mesure où Berthélemy et Varoudakis introduisent le rôle de la répression financière, ils ont choisi de synthétiser son incidence par une variable indicatrice qui vaut 1 pour les périodes précédentes à la réforme financière et 0 pour les périodes suivantes y compris la période de sa mise en place. Les deux auteurs ont ajouté donc cette Variable pour différencier l'impact développement financier selon les périodes de répression financière et de libéralisation financière

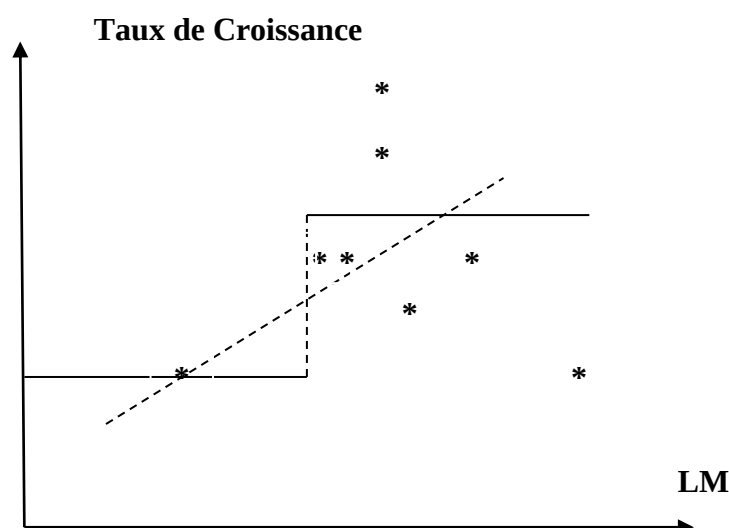
Ces deux auteurs ont obtenu une influence minimale de la croissance du système financier en période de répression financière. Le coefficient associé à cette variable indicatrice multiple par le ratio ($M2 / PIB$) est négatif et significatif De là, les deux auteurs ont déduit la conclusion q' un système financier réprimé, semble avoir une influence nuisible sur la croissance, car ailleurs, les deux auteurs ont constaté que le développement du système financier n'a pas un effet significatif sur la croissance. Le seul effet mis en évidence est un effet négatif lorsqu'il est associé à un régime de répression financier. L'explication proposée pour interpréter ce paradoxe concerne la possibilité d'équilibre multiple de croissance en liaison avec le niveau du d'enveloppement financier.

1 Berthelemy.J.C et Varoudakis.A (1995),op.cit.,p.80.

2 Kpodar.K (2006),op.cit.,p.207.

Les mécanismes qui expliquent ce paradoxe reposent sur l'existence d'externalités réciproques entre la sphère financière et la sphère réelle, le développement du secteur financier accroît l'efficacité de l'investissement et renforce la croissance. Mais en même temps, la croissance de la sphère réelle favorise l'épargne et le développement financier, ce qui exerce un effet positif sur l'efficacité de l'intermédiation financière. Dans le cas d'existence d'équilibres multiples, la relation estimée pourrait être simplement une régression aberrante permettant de confirmer un impact positif de ($M2/ PIB$) sur la croissance comme la montre la figure ci-dessous :

Figure 1 : Illustration de l'impact du développement financier sur la croissance



Source : Kpodar.K (2006),op.cit.207

Un « équilibre haut » avec forte croissance et développement normal du système financier et un « équilibre bas » avec faible croissance, où l'économie ne réussit pas à développer son secteur financier. Entre les deux il y a un équilibre instable qui définit un effet de seuil du développement du système financier sur la croissance. Au-delà de ce seuil l'économie converge vers l'équilibre avec forte croissance, alors que, en deca de celui-ci, elle reste bloquée dans une situation de piège de pauvreté.

Le deuxième mécanisme à travers lequel le développement du système financier peut influencer la croissance est la meilleure mobilisation de l'épargne qui entraîne l'augmentation du ratio d'investissement.

A cet égard, Berthélemy et Varoudakis (1998) ont estimé une régression pour le ratio d'investissement pour le même échantillon. Ces deux auteurs ont retrouvé le même résultat que celui vu au premier mécanisme : le développement financier ne semble pas influencer le comportement d'investissement.

L'existence d'équilibres multiples de croissance implique que l'effet du système financier sur le volume d'investissement ne se manifeste pas sous une forme linéaire mais plutôt à travers un effet de palier analogue à celui identifié précédemment en ce qui concerne la croissance.

Levine et Zervos (1998) ont essayé de tester le rôle de la bourse et le développement du secteur bancaire sur la croissance économique : ils ont utilisé un échantillon de 49 pays sur la période (1976-1993) et ont utilisé les variables financières suivantes : le ratio de capitalisation boursière, le ratio de rotation des actifs, la volatilité de marché et les indicateurs du développement bancaire. Le modèle élaboré estime alors des équations examinant la croissance du PIB du capital, de la productivité et de l'épargne en relation avec des variables de contrôle et des indicateurs d'activités bancaires et des variables du développement des marchés financiers. Les équations étudiées sont du type suivant :

$$G(i) = \alpha X + \beta \text{ BANK}(i) + \mu S(Ki) + U \text{ où:}$$

X: Variables de contrôle (Log du revenu par tête, log du taux de scolarisation dans le secondaire, ratio des dépenses publiques au PIB, taux d'inflation, degré d'ouverture...).

BANK(i): ratios des crédits accordés par les banques au secteur privé rapporté au PIB.

S(Ki) : Indicateur de l'activité initiale de: marchés financiers, (capitalisation, volume de transactions en bourse).

G(i) Indicateur de développement réel (taux de croissance à long terme du PIB par tête, du stock du capital par tête de la productivité).

Les résultats de Levine et Zervos soulignent l'importance des effets des variables financières.

1 Berthélemy et Varoudakis (1998), op.cit., p.127.

2 Levine et Zervos (1998), op.cit., p.252.

3 Ibid, p.252

En effet estimation des différentes équations montre que les coefficients entre le développement du secteur financier et le taux de croissance économique, de l'accumulation du capital et de la productivité sont statistiquement Significatifs.

Selon ces deux auteurs, deux mécanismes à travers lesquels l'impact du développement financier peut se manifester :

- Le premier concerne l'augmentation de l'efficacité du capital grâce à la meilleure allocation des ressources.
- Le second concerne la mobilisation de l'épargne, qui accroît le ratio d'investissement.

Les résultats montrent également que le canal le plus important par lequel le développement financier agit sur la croissance est celui de la productivité. Ce résultat est conforme à celui trouvé par Degregorio et Guidotti (1995).

Levine et Zervos (1998) constatent également que les économies caractérisées par un degré élevé de développement financier présentent des taux de croissance assez élevés.

Beck, Levine et Loyaza (2000) continuent de développer de nouveaux tests empiriques de la relation finance- croissance en utilisant les derniers développements de l'économétrie de panel.

Ils ont utilisé la méthode de panel dynamique pour tester l'impact du développement financier sur le développement économique la croissance de la productivité, l'accumulation du capital "physique et l'épargne privée sur un échantillon composé de 74 pays durant la période (1960-1995).

Les auteurs ont trouvé une corrélation positive entre l'approfondissement financier et la croissance économique.

Leur modèle supporte aussi une confirmation de la relation de long terme entre le développement financier et la croissance de la productivité globale des facteurs d'une part le taux d'épargne et le taux d'accumulation de capital d'autre part.

1 Degregorio et Guidotti (1995),op.cit.,p.210.

2 Levine.R et Zervos (1998),op.cit.,p.250.

3 Beck.T,Levine.R et Loyaza.N (2000), op.cit.,p.155.

1. Présentation des variables réelles et financières :

Le modèle que nous cherchons à estimer pour étudier l'impact du développement financier sur la croissance économique de long terme s'écrit comme suit ;

$$\text{Log}(Y_t) = a \text{Log} X_t + b \text{Log} Z_t + \varepsilon_t ; \text{ avec}$$

Y_t : PIB réel, par habitant, prix constant 1990.

X_t : matrice des variables de contrôle dans une étude des déterminants de la croissance, il s'agit surtout du taux de l'investissement national, des dépenses publiques, de l'ouverture commerciale et du stock du capital humain.

Z_t : matrice des variables caractérisant les banques et le marché financier et représentant les variables de développement financier.

ε_t : perturbation aléatoire, iid et suivant une loi normale $(0, \sigma^2)$.

1.1. L'indicateur de croissance économique :

La variable endogène de notre modèle est le produit intérieur brut réel par habitant qui peut refléter le degré de croissance de l'économie, et ceux conformément aux travaux empiriques notamment de King et Levine (1993).

- **Le produit intérieur brut réel par habitant (LYH) :**

Le produit intérieur brut réel par habitant est souvent considéré comme le meilleur indicateur synthétique qui permet de mesurer la croissance économique d'un pays.

Les indicateurs de développement du système bancaire :

Les indicateurs de développement du secteur bancaire peuvent être présentés comme suit :

¹King.R.G et Levine.R (1993),op.cit.,p.160.

- ❖ Assiette **totale** du système financier ($M3-M1$)/ Produit intérieur brut (PIB) nominal (*LDEPTFL*) cette variable peut refléter notamment le degré de détention des agents économique non financiers des actifs monétaires et financiers dans une économie et par la suite le niveau de développement du marché monétaire et financier.
- ❖ Crédits privés alloués au secteur privé sur le PIB nominal, (CPY)
- ❖ Le ratio du crédit bancaire accordé par les banques commerciales sur la somme de ces crédits et le montant de refinancement abordé par la banque centrale aux banques commerciales. (LLBANK)

1.2. Indicateurs de Développement du marché financier :

Nous utilisons un indicateur relatif au degré de liquidité du marché :

La liquidité du marché est mesurée par les deux rapports suivants:

- Volume global des Transactions PIB.
- Valeurs des actions échangées sur le marché / PIB.

Ce dernier indicateur permet de mesurer l'innovation financière utilisée notamment par Levine et Zervos (1998).

On peut également trouver d'autres indicateurs et mesures du développement du marché boursier dont on cite notamment : la taille du marché mesurée par la capitalisation boursière par rapport au PIB.

1 Levine .R et Zervos (1998),op.cit.,p.155 .

Conclusion du chapitre :

Dans ce chapitre, nous avons tenté de passer en revue la littérature théorique et empirique sur la relation entre le développement financier et la croissance. Dans la théorie, les intermédiaires financiers assurent la mobilisation de l'épargne et son affectation aux projets les plus productifs, favorisent la gestion de risques et la diversification des actifs, et aussi encouragent l'innovation technologique. Ce faisant, leurs activités stimulent la croissance économique à travers l'accumulation du capital, l'augmentation de la productivité globale des facteurs et l'intensification des échanges. Cependant, le sens de la causalité de la relation demeure incertain aussi bien sur le plan théorique qu'empirique. Compte tenu des effets favorables du développement financier sur la croissance, McKinnon (1973) et Shaw (1973) ont jeté les bases de la théorie de la libéralisation financière qui préconise la levée du contrôle sur les taux d'intérêt et l'abandon des politiques dirigistes de crédits, facteurs qui entravaient le développement de l'activité financière et par conséquent la croissance. Mais la mise en place des politiques de libéralisation financière n'a pas donné les résultats escomptés à cause de conditions macroéconomiques et d'un environnement légal inadaptés.

Alors que les modèles théoriques (Greenwood et Jovanovic, 1990 ; King et Levine, (1993) ; Saint-Paul, (1992) confirment la relation positive théorique entre le développement financier et la croissance, les résultats des études empiriques sont divergents. D'une part, Levine et al. (2000) ont trouvé un impact positif robuste du développement financier sur la croissance économique, après contrôle de ses déterminants habituels. D'autre part, Andersen et Tarp (2003) ont souligné la non stabilité de la relation positive entre développement financier et croissance économique mise en lumière par Levine et al. (2000), le coefficient de l'indicateur de développement financier dans le modèle de croissance devient négatif et non significatif lorsque l'échantillon est composé de pays africains et latino américain. Plusieurs hypothèses peuvent être avancées pour tenter d'expliquer une telle contradiction dans la littérature empirique :

Partie 2 : Structure financière et croissance économique

La relation entre la structure du système financier et l'efficacité avec laquelle l'épargne est investie dans l'économie a été au cœur d'un débat intense sur les avantages et les inconvénients du système financier dominé par les marchés (SDM) comparé au système financier dominé par les banques (SDB). Le premier système s'apparente à une économie de marché et le second à une économie d'endettement. La question qui se pose est la suivante : un SDM a-t-il un impact plus fort sur la croissance qu'un SDB? Ou inversement ?

Dans les années 80 où les performances de l'économie américaine étaient faibles en comparaison de celles du Japon, la structure du système financier japonais dominé par des banques apparaissait comme l'élément déterminant de ses performances économiques. Selon le point de vue de Thurow (1992), l'organisation du système financier américain est l'opposé de celle du système financier allemand ou japonais. Les entreprises japonaises peuvent investir dans des projets de long terme grâce à leur actionnariat durable, alors que les entreprises américaines ne peuvent pas se le permettre à cause de la volatilité de leur actionnariat.

La théorie économique ne permet pas de trancher sur la structure du système financier adéquat pour promouvoir la croissance. Certains auteurs défendent la suprématie des SDM sur les SDB, d'autres l'inverse. Ensuite, il existe une troisième catégorie d'auteurs qui pensent que les banques et les marchés financiers sont complémentaires dans le système financier. Enfin, pour une dernière catégorie d'auteurs, la distinction entre SDM et SDB est secondaire et ne devrait pas avoir lieu d'être car c'est plutôt la qualité du système légal qui importe. Les chefs de file de ce courant de pensée sont La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998, 1999). Ces auteurs s'opposent à l'idée qu'un SDM et un SDB aient des implications différentes pour la croissance économique. Pour eux, le système légal est le principal déterminant de l'efficacité du système financier et la différence entre économie de marché et économie d'endettement reste secondaire et n'est pas capitale pour la politique économique.

Pour répondre aux questions soulevées sus-dessus, nous procédons à la structuration qui suit de la deuxième partie dénommée : la structure financière et la croissance économique. Le premier chapitre intitulé : la structure financière, traite de
Le deuxième chapitre dénommé : les approches théorique et empirique de la connexion structure financière et croissance économique.

Chapitre 1 : La structure financière

Les structures financières sont à la fois causes et conséquences du développement. Cependant, elles ne sont ni la cause première, ni la conséquence principale. Par ailleurs, se sont les caractéristiques propres à chaque pays qui dictent dans quel sens doit évoluer sa structure financière.

En effet, chaque pays opère, en fonction de ses contraintes économiques et de ses orientations politiques, un choix entre les différentes techniques financières ; certains choix fondamentaux le suivent pendant sa croissance et déterminent sa physionomie financière.

La structure financière d'une économie peut être conçue comme étant la morphologie des phénomènes financiers. Toutefois, dans notre assertion, on s'attachera à la conception "stricto sensu " de la structure financière, à savoir sous l'angle : des institutions financières, des instruments financiers et des taux d'intérêt. En l'occurrence, une structure financière dite saine - sous l'angle sus-indiqué -doit permettre de canaliser les ressources financières, forcément limitées, vers les activités les plus rentables.

Section 1 : Définition et analyse comparative des deux formes d'architecture financière

1. La définition de la structure financière :

Dans son livre séminal intitulé structure financière et développement, Raymond W Goldsmith a défini la structure financière comme étant ; une mixture d'instruments financiers de marchés financiers et d'institutions qui opèrent dans une économie. La structure financière d'une économie peut être conçue ainsi, comme étant la morphologie des phénomènes financiers.

Toutefois, dans notre assertion, on s'attachera à la conception "stricto sensu " de la structure financière, à savoir sous l'angle : des institutions financières, des instruments financiers et des taux d'intérêt. En l'occurrence, une structure financière dite saine - sous l'angle sus-indiqué -doit permettre de canaliser les ressources financières, forcément limitées, vers les activités les plus rentables.

2. La performance et la suprématie des deux formes d'architecture financière :

La relation entre la structure du système financier et l'efficacité avec laquelle l'épargne est investie dans l'économie a été au cœur d'un débat intense sur les avantages et les inconvénients du système financier dominé par les marchés (SDM) comparé au système financier dominé par les banques (SDB). Le premier système s'apparente à une économie de marché et le second à une économie d'endettement. La question qui se pose est la suivante : un SDM a-t-il un impact plus fort sur la croissance qu'un SDB? Ou inversement ?

Dans les années 80 où les performances de l'économie américaine étaient faibles en comparaison de celles du Japon, la structure du système financier japonais dominé par des banques apparaissait comme l'élément déterminant de ses performances économiques. L'organisation du système financier américain est l'opposé de celle du système financier allemand ou japonais. Les entreprises japonaises peuvent investir dans des projets de long terme grâce à leur actionnariat durable, alors que les entreprises américaines ne peuvent pas se le permettre à cause de la volatilité de leur actionnariat. Mais, les faibles performances de l'économie japonaise dans les années 90 ont apporté un bémol à ce point de vue. En particulier il est apparu que la dépendance à long terme d'une entreprise au financement d'une

banque peut accroître son coût de financement, à cause du comportement rentier de la banque.

La théorie économique ne permet pas de trancher sur la structure du système financier adéquat pour promouvoir la croissance. Certains auteurs défendent la suprématie des SDM sur les SDB, d'autres l'inverse. Ensuite, il existe une troisième catégorie d'auteurs qui pensent que les banques et les marchés financiers sont complémentaires dans le système financier. Enfin, pour une dernière catégorie d'auteurs, la distinction entre SDM et SDB est secondaire et ne devrait pas avoir lieu d'être car c'est plutôt la qualité du système légal qui importe. Les chefs de file de ce courant de pensée sont La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998, 1999). Ces auteurs s'opposent à l'idée qu'un SDM et un SDB aient des implications différentes pour la croissance économique. Pour eux, le système légal est le principal déterminant de l'efficacité du système financier et la différence entre économie de marché et économie d'endettement reste secondaire et n'est pas capitale pour la politique économique.

Quels sont les avantages et les inconvénients d'un SDM par rapport à un SDB ? Dans les lignes qui suivent nous essaierons d'apporter des éléments de réponses en particulier en ce qui concerne la gestion de risques, le contrôle des entrepreneurs et l'acquisition de l'information.

Une des fonctions du système financier est d'offrir des opportunités de partage de risques pour les agents économiques. Pour les défenseurs des SDM, une caractéristique des SDM à l'instar du système financier américain est la disponibilité d'une variété considérable de produits financiers contrairement aux SDB. Cette diversité des instruments et des marchés fournit des opportunités de partage de risques et permet aux agents économiques de disposer de produits adaptés à leurs besoins. Cependant, pour les défenseurs des SDB, les intermédiaires financiers peuvent offrir de manière compétitive des opportunités de partage de risques ou de couverture lorsque les marchés ne sont pas parfaits, ou incomplets, ou lorsque la participation à ces marchés est incomplète. Supposons par exemple que les marchés soient complets, que la participation le soit également, mais que ces marchés soient imparfaits : l'investisseur qui souhaite profiter de rendements élevés peut toujours détenir des actifs de long terme et les vendre au prix de marché en cas de besoin de liquidité. L'investisseur fera face au risque d'incertitude sur le prix de cession de ces actifs, mais il peut aussi se couvrir contre ce risque.

Cependant, comme les marchés sont imparfaits, il peut être coûteux en réalité pour l'investisseur de se couvrir contre les risques associés aux fluctuations des prix des actifs. En présence d'imperfections des marchés, les intermédiaires financiers peuvent être en mesure d'offrir une meilleure couverture, ou une couverture à moindre coût que les marchés. Par ailleurs, dans d'autres circonstances, en particulier en matière de partage de risques intertemporels, les intermédiaires financiers peuvent offrir de meilleures solutions que les marchés boursiers (Allen et Gale, 1999).

Une autre fonction des intermédiaires financiers et des marchés financiers est d'exercer un contrôle sur les entrepreneurs et la gestion des entreprises, une fois le financement obtenu. Pour les auteurs favorables aux SDB, le fait que les épargnants délèguent la fonction de supervision aux intermédiaires financiers, minimise les coûts de surveillance par rapport à la situation où chacun des épargnants exercerait individuellement son contrôle. Pour les défenseurs des SDM, le bon fonctionnement des marchés boursiers peut également aider à exercer un contrôle à moindre coût sur les entreprises, une fois qu'elles ont été financées, en facilitant les changements de direction et en liant la rémunération des gestionnaires aux performances de l'entreprise. Ces auteurs soulignent également que les SDB ne favorisent pas les petits actionnaires. En effet, les banques agissent dans leur propre intérêt : elles peuvent rentrer en collusion avec les dirigeants des entreprises au détriment des intérêts des autres créanciers, en particulier les petits actionnaires. Ainsi, les banques peuvent empêcher certains actionnaires de changer la direction de l'entreprise si cette dernière est particulièrement généreuse envers ces banques (Black et Moersch, 1998).

Une différence importante qui peut exister entre un SDM et SDB est le volume d'information disponible sur les entreprises. Dans les SDM, un grand nombre d'entreprises sont cotées sur les marchés boursiers et sont dans l'obligation de publier leurs comptes, et de fournir régulièrement des informations sur leurs performances. Il y a donc beaucoup plus d'information disponible, et ceci a des implications sur l'allocation de l'investissement dans le sens où celle-ci permet aux entreprises de prendre de bonnes décisions d'investissement, par exemple en ce qui concerne l'entrée ou le désengagement dans un secteur.

1 Allen .F et Gale.D (1999),op.cit.,p.123.

2 Ibid,p.124.

Par ailleurs, le développement des marchés boursiers peut inciter les agents économiques à allouer des ressources de plus en plus importantes dans la recherche d'information sur les entreprises dans le but de pouvoir réaliser des profits dans un marché assez liquide et volumineux. Cependant, pour Stiglitz (1985), les marchés financiers révèlent rapidement l'information aux investisseurs, ce qui ne les incite pas à allouer des ressources financières ou du temps matériel à la recherche d'information sur les entreprises. Il se pose alors un problème de passager clandestin. Si un investisseur acquiert des informations (qui ont un coût) sur une entreprise, les autres vont observer le résultat de ses recherches lorsqu'il achète (ou vend) des actions sur le marché. Ce qui peut pousser les autres investisseurs à faire de même, par exemple à acheter les mêmes actions. Ainsi le prix de l'action augmente, et au final l'investisseur de départ paiera l'action plus chère que ce qu'elle aurait été s'il n'y avait pas de problème de passager clandestin. Ce cas de figure se pose moins dans un SDB puisque les banques peuvent investir sans rendre immédiatement publiques leurs décisions.

Dans les SDB, ce sont les banques qui disposent de plus d'informations sur la situation financière et comptable des entreprises. Par conséquent, les banques peuvent avoir une grande influence sur les entreprises, mais cette influence peut être parfois négative. En effet, une fois que la banque acquiert des informations sur une entreprise, elle peut en extraire une rente et l'entreprise paie cher son accès aux financements bancaires. Cette capacité à extraire une part significative du profit des investissements de l'entreprise peut pousser celle-ci à limiter ses efforts à entreprendre des projets innovants et profitables.

En somme, dans la théorie économique on ne peut pas juger de la supériorité d'un système par rapport à l'autre. En revanche dans les études empiriques, les résultats sont assez clairs. D'une part, ces études plaident globalement en faveur de la complémentarité entre les banques et les marchés financiers, et d'autre part en faveur de l'absence de corrélation entre la structure du système financier et la croissance économique. Ces études montrent que ce n'est pas la structure du système financier qui compte, mais plutôt la quantité et la qualité des services financiers disponibles ainsi que l'efficacité du système légal à protéger les droits des investisseurs et des créanciers.

1 Stiglitz .J(1985),op.cit.,p.135.

Levine (2002) examine la relation entre la structure du système financier et les performances économiques sur un échantillon de 48 pays de 1980 à 1995. Les résultats qui rejettent l'opposition théorique entre les arguments favorables au SDB et ceux favorables au SDM, indiquent que le développement de l'ensemble du système financier est positivement corrélé et de façon robuste à la croissance économique, mais que la structure du système financier ne l'est pas. Par ailleurs l'auteur montre également que la composante du développement financier expliquée par la qualité du système légal a un impact positif significatif sur la croissance économique.

Avec des données sur les entreprises d'une quarantaine de pays sur la période 1989-1996, Demirgüç-Kunt et Maksimovic (1998) ont trouvé que l'utilisation de financements externes par les entreprises est positivement reliée au niveau de développement des banques et des marchés boursiers.

Section 02 : Les facteurs déterminants de l'architecture financière :

S'ils n'épuisent pas les débats sur la causalité entre finance et croissance, les développements qui précèdent suggèrent, au moins, qu'il existe une incidence significative de la taille et de la composition des systèmes financiers sur le rythme et la régularité de la croissance. On est alors amené à se demander quels sont les (acteurs qui conditionnent le développement financier, et qu'elles sont en conséquence les dispositions ou les politiques capables de façonner une architecture financière favorable à la croissance économique.

Si l'on en reste à une approche formelle pour ne pas dire superficielle, les réponses à ces questions se trouvent du côté des règles de droit et de leur application. Mais en allant un peu au-delà on peut montrer qu'elles jouent en jeu l'ensemble des institutions qui structurent les jeux des agents économiques, c'est-à-dire la conception des modèles économiques et sociaux.

1 R. Levine. R (2002), op.cit., p.177.

2 Demirgüç-Kunt. A et Maksimovic. V (1998) : « Law, Finance , and Firm Growth », Journal of Finance, Vol 53, N°6, p.2110.

1. Le cadre juridique et réglementaire

Au premier abord, un système financier est avant tout une affaire de contrats. On doit donc considérer que la qualité du cadre juridique est nécessaire à la réalisation des opérations financières. 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.

En ce qui concerne les opérations de marchés, le cadre réglementaire couvre deux aspects. Il s'agit d'une part, des obligations d'information auxquelles sont soumises les entreprises envers les investisseurs (présentation des comptes, communication sur certaines opérations, gouvernance), ainsi que des possibilités de contestation (auprès de juridictions compétentes des décisions des dirigeants ou des actionnaires majoritaires. Il s'agit d'autre part, du statut et de l'étendue des pouvoirs de l'autorité de régulation : son indépendance, ses pouvoirs d'investigation, les sanctions qu'elle peut imposer. Si l'on se réfère au travail récent de La Porta et al (2005) se serait plutôt la qualité des informations diffusées par les émetteurs ainsi que les recours dont disposent les investisseurs contre leur insuffisance ou leur caractère erroné, qui expliqueraient la capitalisation boursière, le niveau des émissions, ou l'accessibilité du marché aux PME. Ce résultat tend à conforter la conviction des auteurs de l'étude qui considèrent que la loi offre une meilleure protection que l'intervention d'un régulateur. Il est obtenu en utilisant une série d'indicateurs largement discutables. Mais son principal intérêt est précisément de provoquer une discussion sur les formes préférables du cadre réglementaire. Sans que l'un d'eux puisse être mis en doute.

Les mêmes questions se posent à propos de la régulation des institutions financières. On sait, en effet, que les particularités des établissements de crédit, c'est-à-dire la différence entre le caractère illiquide de leurs actifs et l'exigibilité de leurs passifs, les rendent potentiellement instables.

Ce qui rend nécessaire une assurance de leurs dépôts, laquelle fait naître un aléa de moralité : une incitation à prendre des risques excessifs puisque ceux-ci sont au moins partiellement pris en charge par l'institution assurance (privée ou publique) lorsqu'ils se matérialisent: une réglementation est donc nécessaire pour permettre la conclusion et le respect de contrats équitables entre les banques d'une part, les déposants et l'institution d'assurance des dépôts d'autre part. Un cadre minimal, comme à un grand nombre de pays, a été fixé par les accords de Bâle. Mais il subsiste des différences importantes d'un pays à l'autre dans les textes réglementaires, comme dans leur mise en œuvre. Et ces différences sont susceptibles de rendre compte d'écarts de croissance, de performances et de stabilité.

Toutefois en ce domaine, aussi ce n'est pas la rigueur des autorités de régulation ou l'intensité de contrôle prudentiel qui importe le plus. Dans certains cas une réglementation excessive peut être contre productive, c'est le sens de la thèse de la « répression financière » développé par McKinnon. Des études comparatives semblent montrer que la qualité des informations disponibles, les incitations des crédits (déposants et autres) à contrôler les institutions financières, mais aussi à assumer leur responsabilité, leur capacité à faire valoir leur droit (en cas de liquidation) contribuent à rendre les banques sûres et plus efficaces. Ou encore ce résultat comme la façon de l'obtenir sont certainement sujet à discussion. Mais l'intérêt de la discipline de marché comme mécanisme de régulation doit néanmoins être pris au sérieux.

Quoiqu'il en soit tous les travaux empiriques en ce domaine confirment l'importance du cadre juridique et réglementaire dans le développement financier,

2. La fable de « l'origine légale » :

Le courant que l'on désigne par l'expression de «law and finance», initié par les travaux de La Porta et Al, et Vishny (LLSV), entend cependant situer les causes, du développement financier en amont de ces explications. Il s'efforce, de montrer que c'est l'origine historique et conceptuelle des systèmes juridiques qui constitue la source des différences essentielles.

1 La Porta et Al ,op.cit.,p. 35.

La distinction entre quatre grandes catégories de systèmes permettant de rendre compte des disparités dans la protection des investisseurs (plus généralement des intérêts privés) entre les pays. Et c'est de là que proviendraient les écarts observés entre les systèmes financiers.

Ainsi, le système anglo-saxon de «common law » autoriserait un recours plus facile des entreprises aux financements, et notamment aux financements de marchés, parce qu'il préserve mieux les intérêts des apporteurs de capitaux (particulièrement ceux des actionnaires) et parce qu'il est plus souple et se prête donc mieux aux innovations, une argumentation historique, quelque peu sommaire, est censée prouver que les systèmes juridiques français et Allemand ont été édifiés pour conforter la prédominance de l'Etat par rapport aux intérêts particuliers. Alors que le système anglo-saxon a au contraire privilégié le respect des droits de propriété privés. Pour cette raison, il est plus favorable à la conclusion de contrats entre agents, donc à la finance directe, puisqu'il offre de meilleures garanties aux apporteurs de capitaux. En particulier, la protection des actionnaires minoritaires permet une plus grande dispersion du capital et donc un marché boursier plus actif et plus liquide, Tandis, que la sécurisation des opérations de financement dans les systèmes d'Europe continentale (notamment en France et en Allemagne) nécessite l'intervention d'institution qui s'interposent entre les apporteurs et les demandeurs de capitaux, l'intermédiation compense la fragilité des contrats par une surveillance directe. On prétend ainsi rendre compte du solivage entre les systèmes où les marchés ont une place prépondérante et ceux où prédominent les banques.

Les défenseurs de cette thèse ajoutent que les systèmes de «common law » fondés sur la jurisprudence sont plus souples que les systèmes de « civil law », fondés sur des lois écrites. Car le fait de donner au juge le pouvoir de créer fait mieux régler les conflits qui ne sont pas expressément envisagés par les codes. De plus la jurisprudence est censée mieux capitaliser 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 importent que la flexibilité dont se dispose pour l'appliquer (Besk et al (2002) et Erganger (2004), La nature des sources du droit est plus essentielle que le contenu des lois : ce sont donc les fondements mêmes des systèmes juridiques qui sont déterminants.

Celte thèse est théoriquement séduisante et elle s'accorde bien avec une conception purement libérale du développement. C'est la raison pour laquelle la Banque mondiale a largement contribué à sa diffusion. La mise en place d'un cadre juridique respectueux des droits de propriété (en fait des intérêts des investisseurs) est la condition nécessaire, sinon suffisante, du développement financier et donc de la croissance. Pourtant, même si on ne peut nier à cette argumentation un certain pouvoir explicatif, elle est bien loin de rendre compte de toute la réalité des modèles de financements. De nombreuses expériences historiques prouvent qu'il n'y a pas de lien évident entre les évolutions du droit et ce celles de la finance Rajan et Zingale (2000) ont montré que le développement financier ne s'opère plus de façon continue. Au début du XXème siècle, dans divers pays d'Europe centrale (en France en particulier) l'importance des marchés financiers était plus forte qu'aujourd'hui.

Or ce ne sont pas les transformations des systèmes juridiques (du moins dans leurs fondements qui sont par définition très stables) qui peuvent expliquer ces renversements. Elles n'expliquent, pas non plus, les mutations financières observées dans nombre de pays développés au cours de ces vingt dernières années. A l'évidence, le système de « French civil law » n'a pas empêché le mouvement de désintermédiation ni le développement des innovations financières dans notre pays.

Qui plus est les réformes des régimes juridiques mises en place dans les pays de l'Est, avec pour objectif explicite d'améliorer la protection des investisseurs, ont souvent donné des résultats décevants, parfois même désastreux. Ce qui prouve que l'on ne peut implanter un régime juridique de façon artificielle, sans égard pour la culture, les valeurs ou le système institutionnel du pays concerné. Des travaux ont du reste, montré que la Classification des modèles de gouvernance (en particulier la protection des actionnaires et des créiteurs) était mieux expliquée par les modèles cohérents avec les quels ils s'accordent que par le principe de l'origine légale. C'est-à-dire que les valeurs dont s'inspire une société (par exemple, sa valorisation de l'action collective ou au contraire de l'individualisme) son acceptation des inégalités de pouvoir, son comportement à l'égard de l'incertitude,.) Rendent mieux compte des droits accordés aux apporteurs du capital financier et des protections dont ils disposent, que la fable simpliste de LLSV.

1 Rajan .R.G et Zingales.L(2000),op.cit.,p.235.

Section 03 : Les indicateurs de l'architecture financière :

Levine (2000) stipule que la structure financière n'est pas un bon prédicateur de la croissance économique dans « cross country growth framework » ; ni le système financier fondé sur les banques, ni le système financier fondé sur les marchés financiers n'est associé à la croissance économique.

Il a trouvé aussi que la structure financière n'est pas un bon prédicateur pour l'accumulation du capital, la croissance de la productivité et les taux d'épargne. Levine (2000) a trouvé aussi un fort support pour l'approche fondée sur le droit et la finance de la structure financière.

Beck et Levine (2000) nous montrent dans « country-indusriel panel » que les industries dépendantes financièrement ne croissent pas fortement dans un système financier fondé sur les marchés. La création de nouvelles firmes ne varie pas systématiquement avec la structure financière.

Cette section présente les indicateurs du développement financier, de structure financière et du système légal que nous allons utiliser dans les analyses à différents niveaux des pays de l'industrie et de la firme.

2. Les indicateurs de l'architecture financière :

On va construire des mesures pour montrer le degré dont les pays détiennent un système financier fondé sur les intermédiaires financiers ou sur les marchés financiers.

Du moment qu'il n'existe pas une définition unique et acceptée de la structure financière, on utilise un assortiment de différentes mesures pour tester la robustesse des résultats.

On présente les résultats dans cinq mesures de la structure financière ; chacune des mesures est construite comme suit : une valeur élevée indique que le système financier est fondé sur les marchés financiers et une valeur réduite indique que le système financier est basé sur les intermédiaires financiers.

Les indicateurs de la structure financière sont comme suit :

2.1 Taille de structure financière (TST)

Il indique la dimension de marchés financières relativement à la dimension du système bancaire, il est défini comme suit :

Dimension de structure financière = $\log (\text{taux de capitalisation boursière} / \text{taux de crédits bancaires au secteur privé})$.

$$\text{TST} = \text{TCB} / \text{CPPIB}$$

$$\text{TCB} = \text{capitalisation boursière} / \text{PIB}$$

$$\text{CPPIB} = \text{crédits bancaires au secteur privé} / \text{PIB}$$

2.2. Activité de structure financière (AST)

C'est l'indicateur le plus préféré de la structure financière .il indique l'activité des marches financiers relativement à l'activité des intermédiaires financiers. Il est défini comme suit :

Activité de structure financière = $\text{Log} (\text{la valeur des crédits des intermédiaires financiers au secteur privé} / \text{PIB}) \times (\text{la valeur des titre transigés sur le marché financier} / \text{PIB})$.

Activité de structure financière == $\text{Log} (\text{la valeur des titre transigés sur le marché financier} / \text{PIB}) / (\text{la valeur des crédits des intermédiaires financiers au secteur privé} / \text{PIB})$

$$\text{AST} = \text{CL} / \text{CPPIB}$$

$$\text{Coefficient de liquidité (CL)} = \text{VT} / \text{PIB} = \text{valeur transigée} / \text{PIB}$$

$$\text{CPPIB} = \text{crédits bancaires au secteur privé} / \text{PIB}$$

2.3. Efficience de structure financière (EST)

Il indique l'efficience du marché financier relativement au secteur bancaire.

Efficience de structure financière = $\log (\text{coefficient de liquidité} \cdot \text{marge brute})$

$$\text{Coefficient de liquidité (CL)} = \text{crédits bancaires au secteur privé} / \text{PIB}$$

$$\text{Marge brute MB} = \text{taux d'intérêt créditeurs} - \text{taux d'intérêt débiteurs}$$

2.4. agrégat de structure financière (ST)

Cet indicateur combine les trois mesures et représente un indicateur de la dimension, de l'activité et de l'efficience du marché financier relativement aux banques.

$\text{ST} = \text{TST} + \text{AST} + \text{EST}$. Si $\text{ST} < 0$ le système financier est considéré comme étant orienté banques (économie d'endettement), dans le cas inverse il est considéré comme étant fondé sur les marchés financiers (économie de marchés financiers).

2.5. « Dummy » de structure financière :

Il permet la classification du système financier market- versus bank -based . Cette mesure est égalé à « 1 » si agrégat de structure financière est supérieure à la moyenne et à « 0 » dans les autres cas .

Par ailleurs, les mesures de structure financière ne mesurent pas de façon directe tous les canaux par le biais desquels les banques et les marchés financiers influencent l'activité économique ; ces mesures ne produisent qu'une mesure comparative du rôle des banques et des marchés financiers dans l'économie. En outre, les mesures du développement des intermédiaires financiers et la liquidité des marchés financiers exercent une influence forte sur la croissance économique.

2. Environnement légale :

On utilise trois indicateurs des droits des investisseurs externes et le degré dont ces droits sont renforcés,

2.1. **Creditor** : est un indice du degré dont les codes légaux des pays protègent les actifs des « secured creditor » dans le cas de la réorganisation ou de la liquidation de la compagnie. Sa, valeur varie de «0 » à « 4 », il est la somme de quatre « dummy variable » qui indiquent comment :

Dans une économie où la valeur de « creditor » est élevée, les investisseurs externes ont assez de droits par rapport aux managers et les autres actionnaire, et ceci va permettre à la firme de recevoir des fonds externes dont elle a besoin.

Les pays qui disposent d'un taux de « Creditor » élevé et égale à « 4 » sont ; L'Equateur, Egypte, Grande Bretagne, Inde, Turquie, Israël, Kenya, Malysie, Pakistan, et Zimbabwe.

Par contre les pays qui détiennent un taux « Creditor » faible et égale à « 0 » sont : Colombie, France, Mexique, Pérou et Philipinnes

2.2. **Anti-director** : C'est un index pour mesurer le degré dont les codes légaux des pays protègent les droits des actionnaires minoritaires. Si sa valeur varie entre 0 et 6, il est la somme de six variables « dummy » qui indiquent comment :

Dans les économies où la valeur de « anti-creditor » est élevée les actionnaires

minoritaires sont mieux protégés contre l'expropriation par les managers et les actionnaires
And « should there fore be more witting to provide external financing to firms ».

Les pays qui ont un index élevé et égale à "5" sont: Canada, Chili, Grande -Bretagne, Inde, Pakistan, USA, Afrique du sud, Le pays qui dispose d'un index faible et égale à « 0 » est la Belgique .

2.3 Le rôle du droit : C'est un ensemble de lois, sa valeur varie de 1 à 10.

- La valeur 10: strong law and order tradition.
- La valeur 01: weak law and order tradition.

Dans les pays qui disposent d'une valeur élevée, les investisseurs externes peuvent facilement renforcer leurs droits et fournir ainsi le financement externe nécessaire. Les pays qui disposent d'une valeur élevée et égale à 6 sont : USA, Danemark, Canada Dans ces pays il y'a un niveau élevé du rôle de la loi.

Les pays qui ont une valeur faible et inférieure ou égale à 2 sont : Colombie, Pakistan, Pérou Dans ces il existe un niveau faible du rôle de la loi.

Néanmoins. « creditor et « anti-director» ne sont pas significativement carrelés avec aucun des indicateurs de développement financier et de structure financière. Les corrélations indiquent que : les pays qui disposent d'un niveau élevé du rôle de la loi et d'un niveau élevé de développement financier ont tendance à avoir un système financier basé sur les marchés financiers.

3. L'origine légale :

Le système légal d'origine européenne peut être classifié en quatre familles légales (Reynolds et Flores, 1996) : English common law, french, german and Scandinavian civil law countries.

Les pays ont acquis leurs systèmes légaux à travers l'occupation et le colonialisme. L'origine légale peut donc être considérée comme étant une variable exogène.

Levine (1997,1998) a trouvé que l'origine légale d'un pays influence le traitement légal

des créiteurs des actionnaires „ l'efficiencie du renforcement du contrat, Levine (1998,1999-2000) et Levine, Loaza et Beck (2000) indiquent que l'origine légale explique les variations entre les pays concernant les niveaux d'intermédiation financière et le développement des marchés financiers.

On prenant en compte son caractère exogène et son pouvoir explicatif des variations des niveaux de développement financier entre pays, on utilise l'origine légale comme une variable instrumentale pour le développement financier et la structure financière.

2. Structure financière efficace et optimale :

D'après les études ci-dessus, on peut conclure que les pays qui se caractérisent par un développement financier avancé ont un niveau économique plus élevé que les pays qui sont dans un stade de développement financier moins élevé. Demirguç-Kunt & Levine (1996) ont étudié les indicateurs de la structure financière pour 48 pays répartis dans 3 groupes selon leur niveau de revenu pour la période (1970-1993). Ils ont conclu que la structure financière diffère selon les pays et que le développement économique de ces pays s'accompagne d'un changement de leur structure financière. Or une année plus tard, Levine (1997) abandonne cette conclusion en affirmant que les pays pauvres ne peuvent pas accélérer leur taux de croissance par un simple changement de leur structure financière. En même temps, plusieurs différences existent concernant la structure du système financier au sein d'un même groupe de pays qui se caractérisent par le même niveau de développement économique. Levine (1997) montre que les actifs des banques de dépôt françaises représentent 56% des actifs du système financier en 1989, mais au Royaume Uni ce ratio était de 35% seulement. Scholtens (2000) affirme, après avoir étudié les éléments essentiels de la structure financière des 12 pays occidentaux (Tableau ci dessous), qu'il y a une grande divergence dans le développement

Les indicateurs	En %
Les actifs des banques de dépôts (% de PIB)	148,5
Les crédits accordés au secteur privé par les banques (% de PIB)	87,8
La capitalisation boursière (% de PIB)	62 ,2
La capitalisation du marché obligataire (% de PIB)	81,8
Le ratio de Value Trading (actions échangées par rapport au PIB)	39,4
Les obligations échangées en % de PIB (exclu Etats Unis)	154,4

Source : Kpodar.K (2006),p.150.

* Etats-Unis, Royaume Uni, Japon, Allemagne, Autriche, Belgique, Italie, Suisse, Finlande, Hollande, Suède, Danemark

Scholtens (2000) met en relation les actifs des banques en pourcentage de PIB par rapport au niveau de PIB par tête, et la capitalisation boursière en pourcentage de PIB par rapport au niveau de PIB par tête. Si ces relations confirment les résultats obtenus dans la

La section précédente (une association positive entre le développement financier et le développement économique), elles montrent en même temps une divergence des indicateurs de la structure financière au sein des pays riches. Il conclut que l'hypothèse selon laquelle les économies occidentales sont homogènes ne s'applique pas à leurs structures financières. Alors les pays qui ont le même niveau de développement économique comme les pays occidentaux, possèdent des structures financières différentes. Cela a incité Levine (1997) à en chercher les raisons?

En fait, les pays qui ont le même niveau de vie possèdent des structures financières différentes parce qu'ils diffusent les informations, diminuent le coût des transactions, diversifient les risques et allouent leurs ressources par des moyens différents. Nous pensons aussi que le principe de liberté adopté par les pays occidentaux, donne aux agents économiques dans chaque pays la possibilité de choisir leur source de financement. De plus, les données économiques, sociales et même politiques diffèrent d'un pays à l'autre, ce qui influence d'une manière différente la décision des agents dans chaque pays et révèle une certaine divergence entre les indicateurs de la structure financière. En outre, la nature du système financier (basé sur les marchés financiers ou sur le secteur bancaire) joue un rôle non négligeable dans l'importance et le poids de chaque élément de la structure financière.

Allen & Gale (1995) montrent que ces 2 systèmes financiers différents à de nombreux égards : le mode de contrôle des emprunteurs, la structure de la propriété des entreprises, les mécanismes de collecte et d'allocation de l'épargne, et bien évidemment le traitement des différents types de risques. Ce qui ne les empêche pas de coexister. Les résultats de plusieurs études empiriques ont montré clairement que les 2 composants du système financier entrent significativement dans la régression sur la croissance.

1 Kpodar.K(2006),op.cit.p150.

2 R.Levine .R(1997),op.cit.,p.175.

3 Allen.F et Gale.D (1995),op.cit.,p.255.

Par exemple, les activités des banques américaines sont influencées par l'existence des marchés financiers efficaces parce que les banques utilisent ces marchés pour diversifier leurs risques. Le Japon qui se caractérise par un système financier basé sur les banques, possède également le marché boursier le plus sophistiqué du monde.

Même Diamond (1997) qui donne toujours une place plus importante aux banques qu'aux marchés financiers, affirme dans son article : «Cet article examine le rôle des banques et des marchés dans le cas d'un marché financier à participation limitée. Un tel marché a un impact considérable sur les activités bancaires mais cependant le rôle des banques reste important. Les banques et les marchés coexistent, influençant réciproquement leurs activités».

Alors, on peut conclure qu'un système financier efficace aide la croissance économique, mais comme on vient de le voir, des niveaux différents de développement financier et des structures financières différentes sont associés à des niveaux différents des taux de croissance économique. Quel type de système financier exerce donc un impact plus significatif sur le taux de croissance économique, surtout dans le cas des PVD.

Autrement dit, quel type de système financier est le meilleur pour acquérir les informations et réduire le coût des transactions ?

Dans la plupart des pays, le système bancaire et le marché financier coexistent, mais quel type doit être dominant pour permettre l'établissement d'un système financier efficace ? Comment choisir la meilleure source de financement ?

Nous allons répondre à ces différentes questions en nous appuyant sur :

L'analyse théorique de Boot & Thakor (1997) pour expliquer, via le comportement des agents économiques, l'émergence financière et le choix de sources de financement. Y aidera la comparaison entre l'espérance de profit d'un agent à besoin de financement s'il choisit d'emprunter sur le marché financier et son espérance de profit s'il choisit le financement intermédiaire.

1 Diamond .D.W(1997),op.cit.,p.125.

2 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.160.

Section 04 : Le choix d'une structure financière efficace et optimale.

1. L'arbitrage entre les deux formes d'architecture financière dans le choix des agents économiques

Le système financier qui est le meilleur dans l'acquisition d'informations et la baisse du coût de transactions sera le plus efficace dans le processus de croissance économique. En fait, un système financier solide donne une place plus importante aux projets de long terme pour supporter une croissance plus soutenue. L'importance de l'efficacité du système financier tient au fait qu'elle n'agit pas seulement sur les niveaux des variables comme chez Solow et Ramsey, mais aussi sur le rythme de croissance économique. Pollin et Vaubourg (1998) confirment que «l'efficacité du système financier tient à sa capacité à assurer en situation d'asymétrie d'informations le financement des investissements quelle qu'en soit l'échéance». L'efficacité du système financier se manifeste dans sa capacité à collecter les informations, à résoudre le problème d'asymétrie d'information, à diminuer les coûts de liquidité et de transaction et à financer les projets de l'économie afin d'exercer un impact positif sur le taux de la croissance. L'intérêt est de savoir quel système sera supérieur à l'autre dans l'objectif de financer l'économie ? Nous cherchons à savoir quel système sera le plus efficace dans le cadre des pays en voie de développement. Comment choisir la source de financement la plus efficace dans l'objectif de résoudre le problème d'asymétrie d'information ? Ces pays devraient-ils privilégier le financement bancaire ou le financement par le marché ?

En effet, ces deux systèmes diffèrent essentiellement par la question du contrôle des emprunteurs, de la durée d'engagement, du traitement d'information et de la diversification des risques.

Le système financier basé sur les banques qui sont proches de l'industrie aide à diminuer le coût de l'acquisition de l'information sur les firmes. Cet atout permet aux banques de détecter les projets rentables et de bien contrôler les activités afin d'allouer les ressources aux bons investissements. Par exemple, en Allemagne, le système financier est basé sur les banques universelles. Ces banques sont propriétaires dans les firmes endettées. Ce type de relation permet de prendre des engagements étroits à long terme avec les firmes.

1 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.162.

2 Ibid,p.162.

Dans ce système le contrôle est exercé par les banques qui ont leurs représentants dans les firmes. Les banques se spécialisent dans l'évaluation de la qualité des emprunteurs par des procédures spécifiques afin de se procurer un avantage informationnel sur le marché. Par exemple, la banque peut étudier les transactions sur les comptes courants de ses clients afin de connaître la qualité spécifique du client qui lui demande le crédit.

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

Lewis (1992) pense que les informations collectées sur les firmes par la banque sont confidentielles. Alors la firme qui ne désire pas diffuser des informations de type spécifique et /ou stratégique ne peut pas s'adresser au marché financier où les informations sur toutes les firmes émettrices de titres sont partagées par tous les intervenants. Mais l'acquisition et l'analyse d'informations par les banques sont coûteuses à l'inverse du marché financier où les informations circulent librement sans coût. Autre source d'inefficacité des banques : c'est la crainte qu'elles ont de financer les bons projets de nouveaux clients parce que ces nouveaux clients étaient d'anciens mauvais clients rejetés par d'autres banques. La critique s'adresse à la tendance qu'ont les banques de financer les emprunteurs et non pas leurs projets à cause des liens étroits qu'elles entretiennent avec les emprunteurs.

Par ailleurs, les banques peuvent réduire l'asymétrie d'informations mais pas l'annuler totalement à cause de certaines opacités, relatives aux projets des emprunteurs, dues à l'asymétrie du savoir bancaire concernant le risque de crédit encouru. Par exemple :

1. l'augmentation du taux d'intérêt détériore la qualité moyenne des emprunteurs de la banque parce que les firmes qui présentent des projets de mauvaise qualité, sont prêtes à accepter de s'endetter à un taux d'intérêt très élevé (risque d'anti-sélection)

1 Diamond.D.W (1984),op.cit.,p.132.

2 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.165.

2. le changement de comportement des emprunteurs, comme leur refus d'honorer leurs dettes ou de ne pas engager l'effort nécessaire pour réaliser le projet (risque d'aléa moral) [Guille (1994)].

Amable et Chatelain (1995) pensent que, s'il est vrai que le système basé sur les banques finance aussi bien des projets inefficaces que des projets efficaces, il y a toujours la possibilité de compenser les pertes sur les projets inefficaces par des gains sur les projets efficaces de long terme. C'est la taille de la banque qui constitue un avantage. Diamond et Dybvig (1983) affirment que la banque profite du grand nombre de déposants pour maintenir moins de réserves en actifs liquides par rapport à ce que fait un individu seul sur le marché. Alors, la banque élimine aussi le risque de liquidation des entreprises financées par un agent isolé lorsqu'il a besoin de liquidités.

L'efficacité de la banque réside dans sa capacité à résoudre le problème d'asymétrie d'informations et sa capacité à renouer des relations à long terme entre les agents à besoin de financement et ceux à capacité de financement (Hellwig 1991).

En ce qui concerne le marché financier, les engagements qui relient les agents à capacité de financement et les emprunteurs (firmes), sont révocables à tout moment, ce qui signifie que chaque investisseur vend les titres détenus par une entreprise pour réaliser des gains rapides à court terme au lieu d'attendre des gains qui sont incertains à long terme [Amable et Châtelain 1995].

Le contrôle dans ce système passe par le cours d'action où la confiance règne quant aux mécanismes du marché et où les régulations financières sont plus libérales que celles du système bancaire. Les Bourses stimulent l'acquisition d'informations et les font circuler rapidement, ce qui aide à améliorer le contrôle [Sheifer et Vishny (1997)].

1 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.160

2 Amable et Chatelain (1995),op.cit.,p.250.

3 Diamond et Dybvig (1983),op.cit.,p.125.

4 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.161.

5 Amable et Chatlain (1995),op.,cit.,p.225.

6 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.161.

Par exemple, les firmes listées par la Bourse américaine sont obligées de publier régulièrement leurs bilans, ce qui signifie que le public possède une grande quantité d'informations circulant à tout moment [Allen et Gale (1995)].

Alors, le contrôle du marché est implicite du fait que chaque emprunteur s'efforce de conserver sa bonne réputation sous la menace de rupture de refinancement par le marché. Cependant, la nécessité de vérifier régulièrement la performance de l'emprunteur qui tient à se refinancer sur le marché, l'oblige à sélectionner les décisions qui valorisent les performances à court terme afin de conserver sa bonne réputation sous la menace d'une suspension de ses activités par le marché. Ces restrictions, à leur tour, affaiblissent la capacité du marché à valoriser correctement les investissements à maturité longue en affectant négativement la croissance de long terme de l'économie [Stein (1989)].

Amable & Châtelain (1995), après avoir étudié le problème de court terminisme dans un modèle de croissance endogène, concluent que le système basé sur les marchés financiers constitue un engagement à ne pas refinancer les projets d'investissement. Le système ne laisse passer aucun projet de long terme, y compris les projets efficaces. Dewatripont & Maskin (1990) pensent aussi que si ce système a l'avantage de décourager les mauvais projets d'investissement de court terme par le contrôle implicite du marché, il empêche cependant le refinancement des projets rentables de long terme.

L'avantage comparatif du marché financier réside dans sa création de liquidité et le coût bas de fonds prêtables. Le canal de transmission le plus important dans le marché c'est la création de liquidité qui diminue le risque d'investissement par la diversification. Cette liquidité du marché aide à transmettre rapidement les informations via les cours d'actions. Par contre, cette liquidité affaiblit l'engagement des investisseurs sur le marché financier, ce qui peut les encourager à exercer moins de contrôle.

1 Allen.F et Gale.D (1995),op.cit.,p.225.

2 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.165.

3 Amable et Chatelain (1995),op.cit.p.226.

4 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.165

Néanmoins, la rapidité du marché dans la transmission des informations est parfois amplifiée par des effets de contagion ou de mimétisme qui expliquent la divergence entre la valeur fondamentale de la firme et le prix des actions donné par le marché [Amable & Châtelain (1995)].

Nous venons de voir que chaque type de financement a ses propres sources d'efficacité et ses propres sources d'inefficacité. Chaque système financier, qu'il soit basé sur les banques ou sur le marché financier, possède ses propres mécanismes pour répondre à l'asymétrie d'informations, l'allocation de l'épargne, la diversification de risques, etc.

L'analyse théorique de Boot & Thakor (1997) est considérée comme un premier essai pour comprendre à la fois le mécanisme d'émergence des banques et du marché financier au sein de l'économie ainsi que le type dominant dans le choix libre des sources de financement par les agents à besoin de financement, et ce afin de désigner la structure optimale du système financier efficace.

2. Les hypothèses de Boot et Thakor (1997) :

1. L'économie est constituée par des firmes. Chacune de ces firmes a un projet nécessitant 1 dollar d'investissement.
2. La décision de la firme d'être financée par la banque ou par le marché financier est irréversible.
3. Chaque firme doit choisir entre 2 projets :

Le bon projet ou le mauvais projet. Ce choix dépend de l'état de flexibilité de la firme qui est connue publiquement :

- a. avec la probabilité $\theta \in (\underline{\theta}, \overline{\theta}) \subset (0,1)$ que la firme (l'emprunteur) se trouve en étant flexible basse (FB), elle ne peut choisir que le bon projet .

1 Amable et Chatelain (1995),op.cit.,p.227.

- b. avec la probabilité $1 - \Theta$ d'être en état de flexibilité haute (FH), elle a la possibilité de choisir soit le bon projet, soit le mauvais projet.

Boot et Thakor (1997) dans leur simulation numérique du modèle, ont montré que Θ s'accroît avec l'augmentation de M par ce que celle-ci réduit le profit des agents informés (c. p): provoque la baisse de Ω (le nombre des agents informés nécessaires pour que la demande soit égale à $D_{\min}$ (la demande nécessaire pour que la firme décide d'investir $K=\overline{K}$) entraîne la baisse du profit espéré des emprunteurs sur le marché financier. Il faut indiquer que si l'augmentation de M reflète une augmentation du coût d'acquisition de l'information et non pas une hausse du coût de contrôle (monitoring cost)- alors le financement bancaire devient plus intéressant pour les emprunteurs.

Le profit apporté à la firme par le financement boursier est croissant en Θ pour 2 raisons :

1. la prime de hasard moral payée par l'emprunteur sur le marché financier est décroissante en Θ .
2. le profit espéré d'un agent informé est croissant en Θ : plus Θ est grand, plus les agents informés achètent de titres de la firme qui a besoin de financement, ce qui signifie que le facteur du taux d'intérêt à l'équilibre reflète la quantité d'informations possédées par les agents informés et par conséquent, plus le taux d'intérêt est bas.

L'approche fonctionnelle de Levine (1997) montre qu'un système financier bien organisé entraîne une allocation de ressources efficaces par la mobilisation de l'épargne, la diversification des risques, l'offre de la liquidité, la baisse d'asymétrie des informations et un coût de transaction et de participation peu élevé. Alors, un système financier qui fonctionne bien peut participer au développement économique par l'accumulation rapide du capital qui aidera à financer des projets productifs soutenant une croissance à long terme.

La plupart des études empiriques récentes montrent une forte corrélation entre développement financier et développement économique.

1 Ibid,p.228.

2 Levine.R (1997),op.cit.,p.145.

Les résultats des études en Coupe transversale et des études en séries temporelles indiquent que le niveau initial de développement financier est un bon outil prévisionnel des taux de croissance du PIB sur une longue période. Ce lien fort est expliqué par les études récentes de la théorie de croissance endogène qui suppose que le développement financier aide à améliorer l'efficacité de l'allocation du capital par :

- l'amélioration de la gestion des risques de liquidité permettant ainsi une amélioration de la productivité des investissements [Bencivenga et Smith (1991)] ;
- l'amélioration du processus de rassemblement des informations sur les meilleurs projets King et Levine (1993) ; - et par la baisse du coût de la finance externe, puisque l'industrie qui est étroitement liée à la finance externe s'accroît plus rapidement dans les pays où les intermédiaires financiers et les Bourses sont bien développés [Demirguç-Kunt et Maksimovic (1996) et Rajan et Zingales (1996)].

L'analyse théorique montre que le système financier basé sur les marchés sera mieux adapté à l'économie où les informations circulent bien, c'est-à-dire une économie bien développée avec un stade de maturité avancée, où les agents à capacité de financement peuvent obtenir facilement des informations sur les agents à besoin de financement. Autrement dit, un système financier optimal passe par le financement par le marché financier, si les emprunteurs possèdent une bonne réputation relative de crédit (avec faible contrôle) et si les prix du marché relaient d'une manière efficace les informations relatives aux emprunteurs (entreprises). Par contre, le système bancaire sera plus efficace dans les pays où les emprunteurs ont une faible réputation de crédit (qui exige un contrôle ex-ante et ex-post plus élevé) et où les informations sur les firmes sont peu diffusées.

1 Bencivenga.V.R et Smith.B.D (1991),op.cit.,p.250.

2 King .G et Levine.R (1993),op.cit.,p.145.

3 Demirguç-Kunt .A et Maksimovic.V (1996),op.cit.,p.245.

4 Rajan.R.G et Zingales.L (1996),op.cit.,p.156.

Conclusion du chapitre :

la littérature suggère qu'il existe une évidence forte selon laquelle, la structure financière - la mixture des marchés financiers et des intermédiaires financiers – n'est pas importante pour expliquer la différence de taux de croissance entre les pays.

La structure du développement financier est mesurée par le niveau relatif de développement des marchés boursier par rapport aux banques. Ainsi, quatre indicateurs ont été construits par l'auteur: (1) un indicateur qui mesure l'activité des marchés boursiers par rapport a celle des banques (ratio du volume totale des actifs échangés sur les marchés boursiers/ les crédits bancaires au secteur privé), (2) un indicateur qui mesure la taille des marchés boursiers par rapport a celle des banques (ratio de la capitalisation boursière sur les crédits bancaire au secteur privé), (3) un indicateur qui mesure l'efficacité relative des marchés boursiers par rapport a celle des banques (valeur totale des actifs échangés sur les marchés boursiers multipliée par la part des frais généraux dans les actifs du système bancaire) et (4) une mesure agrégée des restrictions à l'activité des banques commerciales.

Selon les conclusions formulées, la littérature suggère qu'il existe une évidence forte selon laquelle, la structure financière - la mixture des marchés financiers et des intermédiaires financiers – n'est pas importante pour expliquer la différence de taux de croissance entre les pays. Par exemple : l'Allemagne et le Japon -système financier fondé sur les banques- et les Etats-Unis et l'Angleterre -système financier base sur les marchés financiers - ont de différents système financiers mais de similaires taux de croissance économique.

Ce qui implique, que le facteur déterminant est la solidité du système légale qui protège effectivement les droits des investisseurs et le renforcement des contrats d'une manière efficiente. Ceci va élever les opérations des marchés financiers et des intermédiaires financiers, ce qui conduit à des implications positives sur la croissance économique de long terme.

L'analyse empirique de Demirgüç- Kunt et Levine (2001) portant sur l'interaction entre la structure financière et la croissance économique débouche sur une conclusion consistante c'est le niveau global du développement financier et non pas la structure du système financier qui influe sur la croissance économique .

ceci suggère un important message politique : les politiques doivent se focaliser sur les réformes légales, réglementaires et politiques qui encouragent le fonctionnement propre des marchés et intermédiaires financiers et non pas sur les réformes qui visent le degré dont le système financier est fondé sur les banques ou sur les marchés financiers

Chapitre 02 : Revue de littérature théorique et empirique sur le lien entre la structure et la croissance économique :

Section 01 : Revue de littérature théorique sur le lien entre la structure financière et la croissance économique :

1. Les considérations théoriques sur la connexion structure financière et croissance économique

Les banques comme les marchés perforaient des fonctions vitales dans l'économie, qui incluent la formation du capital, faciliter la gestion du risque, la production de l'information et le contrôle des managers.

Le cas de systèmes financiers orientés banques ou marchés financiers est basé sur l'effectivité relative avec laquelle les banques ou les marchés financiers exécutent les fonctions communes.

La littérature sur les mérites des banques versus les marchés est extensive, elle est hors du champ de notre investigation.

Dans l'extrême, certains argumentent que le système financier fondé sur le marché est le supérieur (Maccy ; 1998). Comme implication, adopter une structure financière supérieure débouche sur une performance économique plus grande.

Il existe d'autres positions sur le rôle de la structure financière, Certains arguent que la structure financière n'a pas d'implication sur le secteur réel du fait que les banques et les marchés sont complémentaires dans la fourniture de services financiers, et il n'existe pas d'avantages naturels dans la fourniture de services financiers.

D'autres arguments que l'architecture financière a des implications sur la sphère réelle du moment que les banques ou les marchés financiers ont des avantages comparatifs quand ils délivrent des services financiers particuliers qui dépendent de l'environnement économique et contractuel du pays.

1 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.170.

1.1. Structure financière indifférente :

L'approche fondée sur l'indifférence de la structure financière est partiellement basée sur la perspective fonctionnelle du système financier qui indique que le système financier fournit un ensemble de services financiers comme l'évaluation des projets ,la gestion du risque la production de l'information et le contrôle des managers Ce sont la qualité et la quantité de ces services financiers qui comptent et non la manière dont ils sont utilisées.

Ainsi l'orientation marchée du système financier est d'une importance secondaire dans la mesure où les banques et les marchés, ensemble fournissent des services communs et complémentaires. Cette approche est devenue beaucoup plus solide avec la venue de la littérature sur « le droit et finance » qui indique l'importance des codes légaux qui protègent les investisseurs et leur renforcement à booster les services financiers qui tendent à promouvoir la performance économique , Levine (1998). Laporta (2000) suggère que les différences dans l'approfondissement et la qualité du système financier comme pré dictés par la qualité du système légale est plus importante que la distinction en termes d'orientation marché ou banque.

1.2. Structure financière influente:

La perspective qui met e évidence la relevance de la structure financière s'est fondée sur la distinction des différences dans les types de services financiers fournis par les banques et les marchés financiers. L'attribution clé des marchés financiers relativement aux banques, c'est que les prix d'équilibre formés dans le marché fournissent des informations de valeur (à propos de ta prospection des opportunités d'investissement) pour les décisions réelles des firmes. qui affecte de son tour les prix du marché. C'est ce qu'on appelle « the information feed hack function » des marchés.

Tadesse (2005) nous fournit une évidence empirique, que la gouvernance du système financier base sur le marché n m impact positif sur la performance économique. En particulier, elle a un effet en augmentant l'efficience économique.

1 Levine.R (1998),op.cit.,p.220.

2 La Porta .R (2000),op.cit.,p.55.

3 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.208.

La relative importance d'une structure financière (marchés versus banques) dépend de la valeur de cette information de marché (demand side argument) et comment les marchés performant effectivement cette fonction d'agrégation de l'information (supply side argument).

1.2.1. Selon l'approche de « supply-leading » :

Les mérites des marchés versus banques dépendent de réflectivité avec laquelle les marchés peuvent performer leur fonction de «information feedback ». Un bon fonctionnement des marchés est lié à la pratique des contrats et leur renforcement légaux. Le contraire, c'est-à-dire la faiblesse de la pratique des contrats induit une réduction de l'offre de l'information agrégée comme étant la fonction de marché.

Dans cette situation, l'architecture basée sur les banques, qui survie dans un environnement contractuel de piètre qualité est dotée d'une valeur supérieure.

Rajan et Zingales (1998) postulent que les mérites relatifs des architectures financières sont en fonction de l'environnement contractuel et la valeur relative des signaux des prix. Le système financier basé sur les banques est supérieur dans la situation où sont combinés les éléments suivants : environnement contractuel de mauvaise qualité, rareté de capital élevée relativement aux opportunités d'investissement

Le système financier basé sur les marchés fonctionne mieux dans une situation où sont combinés les éléments suivants : environnement contractuel de bonne qualité et la disponibilité du capital relativement aux opportunités d'investissement (ce qui implique une valeur élevée pour les égaux des prix).

1.2.2. Selon l'approche de «demand-following».

L'information générée par le «Marché n'est pas toujours considérée comme utile et ce pour de multiples raisons :

1 Rajan.R.G et Zingales .L (1998),op.cit.,p.220.

Primo : l'environnement des décisions ne bénéficie pas toujours de signal de prix. Allen et Gales (1999) arguent que : information feed-back» des marchés financiers sont mieux évalués dans l'environnement des décisions comme les nouvelles industries ou le consensus est difficile à achever avec une gestion optimale à cause du changement technologique rapide. Par contraste, la valeur de l'information agrégée est faible dans les économies dominées par les firmes qui sont dotées de décisions d'investissement peux complexes.

Secundo : la prévalence et la persistance de l'aléa moral anémie la valeur de «information feed-back » pour le marché financier. Boot et Thakor (1997) arguent que les banques fournissent «nt résolution supérieure de l'aléa moral post-crédit dans les choix, d'investissement des firmes quand le marché financier fournie « improvment » dans les décisions réelles par le biais de l'agrégation de l'information.

Cependant, niveau élevé du problème d'aléa moral, la baisse dans l'acquisition de l'information dans les marchés financiers .et la faiblesse de la valeur de l'information affectent les décisions réelles. La valeur de l'information du marché est de ce fait faible dans les économies dominées par les problèmes d'aléa morale (pauvre réputation de crédit), ceci implique que le système financier basé sur les banques est meilleur pour les économies dominées par les firmes qui ont des problèmes d'agence

Tertio : la valeur des signaux des prix dépend aussi du degré de facilité avec laquelle la sélection des projets peut être accomplie dans son absence , Rajan et Zingales (1998) indiquent que dans la situation de rareté extrême du capital par rapport à la disponibilité des opportunités d'investissement, les décisions réelles 5même dans l'absence d'information de marché ont peu de chance de devenir erronées ,car dans ce cas, il est relativement claire que l'investissement est profitable Aussi ,l'abondance du capital relativement aux opportunités d'investissement dans l'économie ,l'évaluation de la valeur de l'information agrégée .on désire beaucoup plus l'architecture basée sur les marchés et vice versa.

1 Allen .F et Gales .D (1999),op.cit.,p.115.

2 Boot et Thakor (1997),op.cit.,p.120.

3 Rajan .R.G Zingales .L (1998),op.cit.,p.220.

Les conséquences réelles de l'architecture financière (orienté banque versus orienté marché) dépendent des facteurs spécifiques des pays qui comprennent l'environnement contractuel de l'économie, la sévérité associée au problème d'agence et le degré de complexité de l'environnement des décisions de l'économie.

Dans la section qui suit, on examinera du point de vue empirique les conséquences réelles de l'architecture financière dans les pays, les difficultés de l'environnement contractuel et les difficultés dans la prévalence de problème d'agence.

2. Les approches théoriques concurrentes de la structure financière :

Il existe une abondante littérature au sujet de la relation entre la structure du système financier - la mesure dans laquelle celui-ci repose sur le marché financier ou les intermédiaires financiers - et la croissance économique à long terme.

Selon les auteurs, la structure financière n'explique pas l'écart de croissance entre les pays. Les facteurs déterminants sont la qualité et le niveau global de développement des services financiers. Par conséquent la meilleure façon d'examiner la relation entre la structure financière et la croissance économique n'est pas d'étudier comment les marchés et les intermédiaires financiers peuvent se substituer les uns aux autres, mais plutôt comment ils se complètent.

Beaucoup d'économistes, ont étudié la relation entre la finance et la croissance économique et ont trouvé qu'il existe un impact fort et positif entre le développement financier et la croissance économique Levine (1997) : for a survey of the literature on the finance -growth nexus). Ceci soulève une importante question : Est-ce que la structure financière -le degré dont le système financier est fondé sur les banques ou sur les marchés financiers) a un impact sur la croissance économique de long terme. Pour y répondre , les économistes et les politiques se sont concentrés sur les mérites relatifs des deux types de systèmes financiers.

1 Levine .R(1997),op.cit.,p.120.

Gerschenkron(1962) et Goldsmith (1969) stipulent qu'un système financier basé sur les banques comme en Allemagne permet une relation étroite et fermée entre les intermédiaires financiers et les firmes, qui est impossible dans un système financier fondé sur les marchés financiers comme en Angleterre.

Les Etats-Unis sont considérés comme étant le système financier basé sur les marchés financiers de référence où les marchés financiers sont prééminents, et celui du Japon comme étant le système financier fondé sur les banques de référence où les banques sont dominantes.

Cet article présente la littérature sur la relation entre la structure financière et la croissance économique. On analyse quatre approches alternatives sur la relation entre la structure financière et la croissance économique :

- L'approche basée sur les banques.
- L'approche fondée sur les marchés financiers.
- L'approche des services financiers.
- L'approche du droit et de la finance.

Les deux premières approches suggèrent que les marchés financiers et les intermédiaires financiers sont des sources substituables de services financiers. Par contraste, les deux dernières suggèrent que les marchés financiers et les intermédiaires financiers sont des sources complémentaires dans la provision de services financiers.

L'approche fondée sur les banques indique l'importance des intermédiaires financiers dans :

- l'identification de bons projets.
- la mobilisation des ressources.
- le contrôle des managers.
- et la gestion des risques.

1 Gerschenkron.A (1912),op.cit.,p.126.

2 Goldsmith.R.W (1969),op.cit.,p155.

Par exemple : les intermédiaires financiers peuvent financière des projets caractérisés par l'asymétrie d'information-sélection adverse et hasard moral- caries intermédiaires financiers ont développés une « expertise » pour distinguer entre un bon et un mauvais emprunteur, Selon l'approche basée sur les banques, le système financier fondé sur les intermédiaires financiers, spécifiquement dans les premiers stades de développement, est plus en mesure de booster la croissance économique que le système financier fondé sur les marchés financiers.

L'approche fondée saur les marchés financiers met au clair le rôle des marchés financiers dans :

- ✓ à diversification et la gestion des risques .par contre les banques entracte une rente sur les firmes liée à l'information. Par exemple : certaines firmes ont un certain degré de leur cycle de vie qui est lié de façon importante au financement sur le marché financier : le financement par des obligations est prédominant dans les entreprises qui sont matures et relativement protégées .
- ✓ Le financement par le marché financier-obligations et actions- est particulièrement Bon pour les industries qui font face à des avancées technologiques Allen et Gale (2000), et ou l'information est dispersée et la diversité d'opinions existe. Selon l'approche fondée sur les marchés financiers ,le système financier orienté Vers les marchés financiers est supérieur á celui orienté vers les banques dans L'encouragement de la croissance économique à long terme.

L'approche fondée sur les services financiers : A l'opposé des deux approches précédentes, l'approche des services financiers suggère à ce que les intermédiaires financiers offrent des services complémentaires à ceux offerts par les marchés financiers.

L'issue n'est pas « intermédiaires versus marchés » mais la création d'un environnement pour un mieux fonctionnement des intermédiaires financiers et des marchés financiers'. C'est pourquoi, la séparation entre intermédiaires financiers et marchés financiers est d'une importance secondaire Levine,(2000).

1 Allen.F et Gales .D (2000),op.cit.,p.155.

2 Levine .R(2000),op.cit.,p.222.

L'approche fondée sur le droit et la finance : Elle constitue une extension de l'approche fondée sur les services financiers, elle a été construite par Laporta et Al (1999). Cette approche indique que ce n'est pas le débat entre le système financier fondé sur les banques ou sur les marchés financiers qui est réellement important, mais c'est l'environnement légal et le renforcement des contrats qui compte. C'est pourquoi, Laporta et Al rejettent la distinction intermédiaire financière versus marchés financiers et insistent sur le rôle crucial que joue le système légal dans la détermination de la nature des stimulants de la croissance économique qu'offrent les services financiers.

En somme, le développement financier (le développement du bon fonctionnement des marchés financiers et des intermédiaires financiers) a un impact positif sur la croissance économique de long terme. Cette conclusion est confirmée à tous les niveaux : au niveau des pays, par les analyses au niveau des firmes, les estimations au niveau de l'industrie et par les séries temporelles.

2.1. Structure financière et croissance économique :

On examine dans cette section la manière dont une organisation spécifique du système financier (structure financière : la mixture de marchés financiers et d'intermédiaires financiers) a un impact sur la croissance économique.

On étudie en particulier, pourquoi le système financier fondé sur les marchés financiers contribue plus à la promotion de la croissance économique que celui qui est basé sur les banques et vice versa : ou pourquoi c'est la combinaison des deux types de systèmes financiers qui affecte beaucoup plus la croissance économique de long terme.

Pour se faire on doit premièrement expliquer comment les marchés financiers et les intermédiaires financiers :

- Faciliter la mobilisation de l'épargne.
- Évaluer les opportunités d'investissement et exercer le contrôle.
- Faciliter la gestion du risque.

1 Laporta, R et Al (1999), op.cit., p.126.

En d'autres termes, on se focalise d'abord sur la fonction des intermédiaires et des marchés financiers (la production de services financiers) et on examine ensuite, la contribution à la performance économique des systèmes financiers fondés sur les banques et sur les marchés financiers.

2.1.1. Offre de services financiers par les intermédiaires financiers :

Cette sous-section décrit la littérature qui met en évidence la manière dont les intermédiaires financiers produisent des services financiers qui élève la performance économique.

a. Mobilisation et allocation de l'épargne :

Les intermédiaires financiers boostent la mobilisation de l'épargne de deux manières :

- primo, ils réduisent les coûts des transactions en collectant l'épargne des individus.
- secundo, les intermédiaires financiers réduisent les problèmes d'aléa moral et de sélection adverse.

En évitant les problèmes d'asymétrie d'information et en réduisant le coût des transactions, les intermédiaires financiers facilitent la mobilisation de l'épargne et de ce fait augmentent la croissance économique.

Les canaux par le biais des quels les intermédiaires financiers encouragent la croissance économique de long terme sont comme suit :

- En mobilisant l'épargne, les intermédiaires financiers augmentent l'information du capital qui augmente à son tour le taux de l'épargne nationale.
- En exploitant les économies d'échelles, ils réduisent le coût unitaire des transactions.

Ainsi, les intermédiaires financiers augmentent l'allocation de l'épargne.

b. Acquisition de l'information :

Quand les emprunteurs disposent d'informations privées ayant trait à la qualité de leurs projets ex-ante (la sélection adverse), la sélection pour les intermédiaires financiers est essentielle pour donner aux agents la capacité de distinguer entre les bons et les mauvais projets. Sans sélection, les mauvais emprunteurs peuvent prétendre être les bons ; ceci peut

mener à un sous-investissement dans les bons projets, et les crédateurs ne peuvent pas identifier le type d'emprunteur.

La sélection a joué une majeure partie dans les théories de développement du rationnement du crédit (Stiglitz et Weiss ,1981). Du moment que la sélection des projets est coûteuse, il est préférable (optimale) de déléguer l'acquisition de l'information à des intermédiaires financiers pour éviter la duplication des coûts d'acquisition de l'information 5 Boyd et Prescott, 1986).

Par ailleurs, quand les emprunteurs disposent d'informations privées sur la réalisation des projets (aléa morale) le contrôle par les intermédiaires financiers est nécessaire «to provide incentives to agents to truthfully report the outcome of the projets » .Ne pas pouvoir exercer cette fonction de contrôle débouche sur un revenu réduit pour les crédateurs.

Vue le coût énorme de la fonction de contrôle, il est plus rentable qu'il ait un seul agent qui contrôle mieux qu'un groupe d'agents.

Diamond (1984) a remarqué que le coût de contrôle décline à mesure de l'existence d'un nombre élevé de contrôlés (emprunteurs) En d'autres termes, les intermédiaires financiers exploitent les économies d'échelle dans le contrôle des firmes.

Les intermédiaires financier peuvent éviter le problème du « passager clandestin » dans la production privée de l'information .Le problème de « passager clandestin » apparaît quand des individus qui n'ont pas payé pour acquérir l'information tirent des avantages de l'information que les autres individus ont payé.

Les conséquences directes du problème de « passager clandestin », c'est que le marché de l'information privée est prévenu pour qu'il produise d'énormes informations pour éliminer l'asymétrie d'information qui mène à la sélection adverse et l'aléa morale.

1 Stiglitz.J.E et Weiss.A (1981),op.cit.,p.223.

2 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.212.

3 Diamond.D.W (1984),op.cit.,p.145.

Les intermédiaires financiers, particulièrement les banques, peuvent éviter le problème de « passager clandestin » pour la fourniture d'un crédit privé au lieu d'acheter des titres qui sont commercialisés dans l'open market. Du moment que le crédit privé n'est pas commercialisé, « no one can free-ride on the intermediary ». Il n'existe pas de problème de « passager clandestin » au niveau des intermédiaires financiers, car ce sont ces derniers qui contrôlent et identifient les projets. Comme résultats, les intermédiaires financiers se trouvent motivés et trouvent beaucoup d'avantages à acquérir l'information coûteuse.

On réduisant la duplication et le problème de « passager clandestin », les intermédiaires financiers « improve the ex -ante assesment of investment opportunis » (screening) and the ex-post exertion of corporate control once those investment have been funded «(and so address the principal -agent problem) .Comme résultat ceci augment l'allocation du capital et booste la croissance économique .

C) Gestion du risque :

Les intermédiaires financiers facilitent la gestion du risque par la réduction des coûts des transactions.

Les intermédiaires financiers sont dans la mesure de réduire les coûts des portefeuilles d'actifs diversifiés en tirant des avantages des économies d'échelle de leur activité, par ailleurs, les intermédiaires financiers peuvent faciliter « the intertemporal smoothing of risk » qui ne peuvent pas être diversifiés dans le temps , tels que les chocs des prix du pétrole ou d'autres chocs macroéconomiques.

« Intertemporal risk-smoothing » suppose que les investisseurs acceptent des gains réduits que ceux offert par le marché dans une période donnée, et des revenus plus élevés que ceux offerts par le marché dans un autre période (récession).

Les intermédiaires financiers sont les plus disposés « to provide intertemporal risk-sharing » car cela suppose l'accumulation d'actifs protégés. Les marchés financiers sont incapables de donner cette assurance, car dans les marches ces investisseurs ajustent leurs portefeuilles pour avoir le taux de gain le plus élevé possible (opportunités d'arbitrage).

Les intermédiaires financiers peuvent éviter le problème du risque de liquidité ils

investissent dans des actifs à court terme juste pour satisfaire les retraits quotidiens, mais ils investissent dans le moyen et long terme (les projets d'investissement rentables à long terme mais illiquides à court terme), ceci augmente l'allocation du capital ce qui encourage la croissance économique.

Les intermédiaires financiers spécialement les banques sont les plus aptes à offrir la finance externe pour les nouvelles firmes, car les intermédiaires financiers peuvent offrir des fonds additionnels à mesure que le projet se développe. Par contre, les marchés financiers n'ont pas cette aptitude (concernant les relations de long terme, les banques sont les plus avantageuses que les marchés financiers).

Il est plus facile de renégocier les crédits bancaires que de restructurer les obligations, car les intermédiaires financiers disposent d'avantages comparatifs, Kose et Lang (1990) .

Les marchés financiers « is not very effective at providing pre-committed stage financing », car il n'existe pas un mécanisme pour que les détenteurs de titres déterminent la part des fonds additionnels qu'il faut offrir; c'est pourquoi, les intermédiaires financiers encouragent les projets innovants et la croissance économique de long terme.

Cette variété de théories illustre la manière dont les intermédiaires financiers les plus développés offrent des services financiers qui contribue à la promotion de la croissance économique.

2.1.2. Offre de services financiers par les marchés financiers :

Parallèlement à la littérature sur les intermédiaires financiers, il existe une littérature relative au marché financier et la manière dont ils offrent leurs services financiers en affectant : la mobilisation de l'épargne, l'acquisition de l'information, le contrôle des managers et la gestion du risque avec des répercussions positives sur la croissance économique.

1 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.220.

a. Mobilisation de l'épargne et allocation des ressources

Les marchés financiers bien développés peuvent aussi faciliter la mobilisation de l'épargne. Le coût des transactions et l'asymétrie de l'information rendent la mobilisation de l'épargne coûteuse. Du moment que le coût des transactions et l'asymétrie de l'information sont associés à la mobilisation de l'épargne de différents agents, les marchés financiers émergent pour améliorer les frictions et facilitent la mobilisation de l'épargne.

Les caractéristiques d'un bon fonctionnement des marchés financiers sont : la nécessité de transparence dans le processus d'acquisition de l'information, l'existence d'un système contractuel et « accounting standards ».

Les marchés financiers sont les plus capables pour une meilleure mobilisation de l'épargne des agents disparates ; ceci peut avoir un large et positif effet sur le développement économique en boostant la formation du capital et par l'augmentation de l'allocation des ressources.

b. Acquisition de l'information :

Les marchés bien développés encouragent « information gathering and processing ». Dans le cas des projets innovants, vu le manque d'informations qui les entourent, une certaine diversité d'opinion se crée sur ces projets ; en d'autres termes, les investisseurs potentiels à les financer disposent de vues différentes sur les revenus et les risques. Les marchés financiers ont de considérables avantages dans de telles situations ; ils augmentent le nombre de personnes qui participent directement au processus de prise de décision. Cette flexibilité implique que les projets innovants disposent de financement. Comme conséquence, le développement des nouvelles technologies augmente l'allocation des ressources et ses corollaires la croissance économique de long -terme.

En sus de l'affectation des ressources et de l'acquisition de l'information avant le financement des projets, les marchés financiers développés peuvent contrôler les emprunteurs après les avoir identifiés.

Les marchés financiers induce better corporate control:

- By facilitating hostile takeover.
- By structuring compensation such that managerial.

- Compensation is conditioned on firm's performance

Le marché financier bien développé facilite "takeovers", c'est-à-dire que les outsiders peuvent acheter les firmes dotées de gestion inefficace et les transformer à des entreprises productives et rentables : ils peuvent aussi aligner la rémunération des managers sur la performance des prix des actions, ce qui induit l'alignement des intérêts des managers sur ceux des actionnaires Holmstrom et Tirolé (1993).

c. Gestion du risque:

Les marchés financiers développés facilitent la diversification du risque et augmentent la capacité à déjouer le risque de liquidité.

Cross-sectional risk-sharing : les marchés financiers sont les mieux placés pour achever « cross sectional risk-sharing » quand les individus sont capables de construire « the suitable portfolio of asset ». « cross-sectional risk-sharing » exige l'existence d'actifs financiers en nombre,

Le marché financier est capable de donner toute assurance quand le système financier fondé sur le marché est caractérisé par l'existence de divers types de produits financiers.

Liquidity risk : les marchés financiers sont capables de réduire le risque de liquidité avec un impact positif sur la croissance économique Levine,(2000).

En boostant les investissements les plus rentables à long terme, les marchés financiers liquides créent une allocation efficace du capital, qui à son tour contribue à la promotion de la croissance économique.

Dans les sections qui suivent, on examinera les quatre approches compétitives sur la structure financière et la croissance économique, basées sur les caractéristiques et les mérites des marchés financiers et des banques.

1 Ibid,p.220.

2 Levine .R(2000),op.cit.256.

2.2. Les approches théoriques de l'architecture financière :

2.2.1. Les approches fondées sur les intermédiaires et marchés financiers :

Dans les sections qui précèdent on a examiné les moyens par le biais du quels les intermédiaires financiers et les marchés financiers facilitent la mobilisation de l'épargne, facilitent l'acquisition de l'information et aident à la gestion du risque. Par ailleurs, on n'a pas déterminé les contributions relatives des marchés et des intermédiaires financiers à la promotion de la croissance économique de long-terme.

Dans cette section on va décrire comment la littérature examine la manière dont le système financier basé sur les marchés financiers ou sur les banques se substitue dans l'offre de services financiers qui stimulent la croissance économique.

2.2.1.1. L'approche fondée sur les intermédiaires financiers :

Les fonctions de base des intermédiaires financiers sont comme suit : faciliter la mobilisation de l'épargne, faciliter l'acquisition de l'information coûteuse et la gestion du risque. Ces services financiers sont cruciaux pour l'allocation optimale du capital aux firmes, ce qui encourage la croissance économique de long-terme.

En tenant compte de la labilité des intermédiaires financiers à promouvoir la croissance économique, l'approche fondée sur les intermédiaires financiers se base principalement sur la critique du rôle des marchés financiers dans l'offre de services financiers qui contribuent à la promotion de la croissance économique Levine,(2000).

L'approche fondée sur les intermédiaires financiers stipule qu'un bon fonctionnement du marché financier contribue à dévoiler l'information au public (transparence) qui décourage les investisseurs individuels à acquérir l'information. Cet argument est basé sur la maîtrise du problème du clandestin passager comme décrit auparavant.

2.2.1.2. L'approche fondée sur les marchés financiers :

L'approche basée sur les marchés financiers critique l'approche rivale sur la base des problèmes générés par le pouvoir des banques.

1 Ibid,p.256.

Primo : dans le processus de financement des firmes, les intermédiaires financiers accèdent à l'information dont les créiteurs ne détiennent pas. Les intermédiaires financiers utilisent chaque information pour extraire des rentes des firmes.

Aristis et Démetriad et Luintel suggèrent que le système financier basé sur les intermédiaires financiers contribue à la promotion de la croissance économique mieux que le système financier rivale.

Demirgûç- Kunt et Levine (1996) ont trouvé que les pays qui disposent d'un marché financier développé disposent aussi de banques et d'institutions financières non bancaires développées ; ce qui suggère que les marchés et les intermédiaires financiers sont complémentaires dans la production des services financiers qui mènent à la promotion de la croissance économique.

2.2.2. Approches fondées sur les services financiers et le droit et finance :

Les deux approches arguent que les intermédiaires et les marchés financiers sont complémentaires dans l'offre de services financiers qui conduise à la promotion de la croissance économique de long-terme.

2.2.2.1. L'approche fondée sur les services financiers :

Les marchés et les intermédiaires financiers (système financier) émergent pour réduire le coût des transactions et d'information, en faisant ça les intermédiaires et marchés financiers nous fait apparaître les principales fonctions d'un système financier à savoir: la mobilisation de l'épargne, l'acquisition de l'information et la gestion du risque.

L'approche fondée sur les services financiers se focalise sur les fonctions des intermédiaires et des marchés financiers et le rôle important du fonctionnement global du système financier dans l'offre de services financiers .Selon cette approche, l'essentiel serait la quantité et la qualité totale des services financiers et non l'organisation spécifique ou l'architecture du système financier qui compte(système financier fondé sur les banques ou sur les marchés financiers) .

1 Demirgûç-Kunt.A et Levine.R (1996),op.cit.,p.220.

En d'autres termes, la structure du système financier est de seconde importance . L'approche fondée sur les services financiers argue que les marchés et intermédiaires financiers sont des sources alternatives dans le perfectionnement des fonctions.

Un autre argument qui fait apparaître la complémentarité des services financiers produits par les banques et les marchés financiers : les intermédiaires et les marchés financiers ont un avantage comparatif « at dealing with différent types of Information ». Les banques peuvent bénéficier de l'augmentation des économies d'échelles dans l'éviction de l'asymétrie d'information ; mais elles n'iront pas de succès dans les cas d'incertitude, d'innovation et de nouvelles idées.

Par contre les marchés financiers ont rôle effectif dans le finance ment des industries où il n'existe que peu d'information .de diversité d'opinions et d'industries nouvelles.

Levine (2000) a donné un support fort à l'approche fondée sur les services financiers dans son étude sur la structure financière et la croissance économique.

2.2.2.2. L'approche fondée sur le droit et finance :

Quelles sont les conditions nécessaires pour produire les meilleurs services financiers? Levine (2000) argue que la création d'un système légale fort qui inclut les droits des investisseurs externes et renforce efficacement les codes est crucial pour produire des services financiers susceptibles de promouvoir la croissance économique.

L'approche fondée sur le droit et finance stipule que le développement global définit par les systèmes légaux et de régulation prédit mieux la performance économique que n'importe qu'elle mesure de la structure financière.

En effet, Chakraborty et Ray (2001) dans un modèle où la structure financière est endogène, observent qu'il est tout à fait possible pour deux pays disposent de deux systèmes financiers distincts de réaliser des taux de croissance économique similaires (Allemagne et Etats-Unis).

1 Levine.R (2000),op.cit.,p.230.

2 Ibid,p.230.

3 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.220.

Le résultat s'aligne sur les résultats empiriques de Demirguç -Kunt et Levine (2001) qui indiquent que l'organisation spécifique ou la structure financière du système financier n'est pas importante pour expliquer la différence des taux de croissance économique entre les pays. Ces conclusions s'appliquent à tous les niveaux, les pays, l'industrie et la firme. Ils stipulent que : des éléments des caractéristiques des pays et la qualité de ces services financiers sont importants pour promouvoir la croissance économique de long-terme.

Pour le court terme, ils n'ont pas trouvé de support pour l'approche fondée sur les banques ou sur les marchés financiers de la structure financière et de la croissance économique ; par contre, ils ont trouvé un support pour les autres deux approches à savoir : les approches fondées respectivement sur les services financiers et sur le droit et finance où les marchés et les intermédiaires financiers sont complémentaires et non pas substituables.

Demirguç- Kunt et Levine (2001) observent que : des pays disposant de marchés financiers développés ont aussi des banques et des intermédiaires financiers non-bancaires développés : par contre, les pays qui disposent de marchés financiers médiocres tendent à avoir des banques et institutions financières sous-développées.

On a présenté un bref aperçu de la littérature sur le lien entre la structure financière et la croissance économique de long terme.

On a expliqué la manière dont les marchés et les intermédiaires financiers perforaient leurs fonctions et on a discuté l'impact de ces rôles sur la croissance économique.

On a trouvé qu'il existe une diversité d'opinions de la littérature existante sur la relation entre la structure financière et la croissance économique.

Ceux qui soutiennent les deux approches fondées sur les marchés et les banques indiquent que : les marchés et les intermédiaires financiers sont substituables dans la promotion de la croissance économique. Par contraste, les approches fondées sur les services financiers et le droit et finance indiquent que : les intermédiaires et les marchés financiers sont complémentaires dans la promotion de la croissance économique.

1 Demirguç-Kunt.A et Levine.R (2001),op.cit.,p.154.

2 Ibid,p.155.

3. Les limites de la relation entre la structure financière et la croissance économique.

Les analyses antagoniques sur la connexion structure financière et croissance économique met en évidence le besoin crucial pour de meilleures mesures empiriques de la structure financière et des fonctions des systèmes financiers, il existe de multiples problèmes d'analyse dans la liaison entre la structure financière et la croissance économique.

Primo : la recherche existante sur la structure financière n'a pas quantifié la structure du système financier ou la manière dont de différents bons systèmes financiers fonctionnent de manière similaire. Par exemple, les banques Allemandes ont une connexion étroite avec l'industrie que leurs homologues Britanniques, mais elles sont incapables de fournir la liquidité et de faciliter les transactions.

De manière similaire, quand les banques Japonaises réduisent les coûts d'acquisition de l'information, ceci n'implique pas pour autant que le système financier Japonais fournisse les mécanismes de gestion de risque. Par ailleurs, quand le système financier Japonais est vu comme étant orienté banques, il dispose pour autant du marché financier le plus développé au monde Demirgüç-Kunt et Levine (2001). Ainsi, le manque de mesures quantitatives de la structure financière et du fonctionnement du système financier, il devient délicat de comparer les structures financières.

Secundo : vu les différents facteurs qui influent sur la croissance économique en Allemagne, Japon, Grande-Bretagne et les USA, il est difficile sur le plan analytique d'attribuer les différences de taux de croissance économique à de différences dans les secteurs financiers. Donc, avant de lier la structure financière à la croissance économique, il est primordial que les chercheurs contrôlent les facteurs qui influent sur la croissance économique de long-terme.

Tertio : le troisième facteur qui complique l'analyse de la structure financière et la croissance économique est plus fondamentale. Le débat actuel se focalise essentiellement sur le système orienté banques versus orienté marchés financiers.

1 Ibid,p.156.

Des données au niveau macroéconomique et au niveau de la firme suggèrent que la dichotomie est inappropriée.

Les données indiquent qu'ensemble le marché financier liquide mesuré par le ratio de liquidité et le niveau du développement bancaire mesuré par les crédits bancaires au secteur privé / PIB prédisent la croissance économique pour des décennies (Levine et Zervos). Aussi, ce ne sont pas les banques ou les marchés financiers, mais les indicateurs du développement des banques et des marchés financiers qui prédisent la croissance économique.

Peut être que le débat ne doit pas, se focaliser sur le système financier orienté banque versus orienté marchés financiers, par ce que les deux composantes du système financier entre en régression significative avec la croissance économique et prédisent la croissance économique future , Ceci signifie que le marché financier fournit des fonctions financières distinctes de celles des intermédiaires financiers , Par exemple , le marche financier peut fournir un support pour la gestion du risque et booster la liquidité . Par contre, les banques se focalisent sur l'amélioration du coût d'acquisition de l'information et le contrôle des managers.

Il existe une importante différence dans les services fournis par les banques et les marchés financiers. Comme note sus-dessus, un bon fonctionnement de marches financières débouche sur l'amélioration des coûts d'acquisition de l'information et les banques peuvent fournir des instruments pour diversifier les risques et augmenter la liquidité. Aussi, pour comprendre la relation entre la structure financière et fa croissance économique, on aura besoin de théories de l'émergence simultanée des marchés financiers et des intermédiaires et de proxy empirique pour les fonctions performées par les différents composants du système financier.

Quadro : Je quatrième facteur qui limite la compréhension de la liaison entre la structure financière et la croissance économique, est le fait que les chercheurs se sont focalisés sur un nombre limité de pays industrialisés à cause de données limitées. Les USA, L'Allemagne et l'Angleterre ont le même standard de vie. En utilisant la moyenne sur une longue période, on observe qu'ils ont des taux de croissance économique similaires.

Donc, les comparaisons de structure financière et de croissance économique en incluant que ces pays tendent pour suggérer que la structure financière n'est pas liée au niveau et taux de croissance économique. Dans le futur, on aura besoin d'incorporer des pays divers pour avoir une chance d'identifier la relation entre la structure financière et la croissance économique.

Enfin, il existe d'importantes interactions entre les marchés financiers et les banques durant le développement économique qui n'ont pas été identifiées par les comparaisons système financier orienté banques et orienté marchés financiers.

Comme noté auparavant, une liquidité accrue du marché financier est associée avec un taux élevé de la formation du capital. Le marché financier liquide est associée positivement à l'investissement par contre la vente de titres ne finance en aucun cas la plus grande partie de l'investissement (Colin et Meyer).

Ce constat est confirmé par tes études au niveau de la firme. Dans les pays relativement pauvres, le développement de la liquidité du marché financier tend à booster « debt - equity ratio » ; la liquidité des marchés financiers ne débouche pas sur la substitution « debt finance » par « equity finance » de l'endettement par rémission de titres (Demirgüç-Kunt et Maksimovic). Cependant pour les pays industrialisés, les ratios d'endettement baissent au moment de l'ascension de la liquidité du marché financier ; donc, la liquidité du marché financier induit une substitution de la finance de l'endettement par celle de l'émission de titres.

L'évidence suggère des interactions complexes entre le fonctionnement des marchés financiers et les décisions d'aller s'emprunter des banques qui dépendent du niveau global du développement économique. Aussi, on aura besoin de beaucoup de recherches dans le lien entre les marchés financiers, les banques et les décisions de financement pour comprendre la relation entre la structure financière et la croissance économique.

1 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.221.

2 Demirgüç-kunt.A et Maksimovic.(1998),op.cit.p.165.

Depuis que Goldsmith (1969) a documenté la relation entre le développement financier et économique trois décennies auparavant, la profession a fait d'énormes progrès.

De nombreux travaux théoriques rigoureux sont venus mettre au clair quelques canaux par le biais desquels l'émergence de marchés financiers et d'institutions affectent et sont affectés par le développement économique.

Les analyses empiriques à différents niveaux incluent les études au niveau de la firme. Les études au niveau de l'industrie, les études au niveau d'un pays individuel, et des comparaisons entre les pays, démontrent une liaison robuste et positive entre le fonctionnement du système financier et la croissance économique de long-terme.

La théorie et l'évidence rendent difficile pour conclure que le système financier répond d'une manière automatique à l'industrialisation et l'activité économique (la firme suit le réel), ou que le développement financier n'a aucune implication sur la croissance économique.

L'évolution du système financier est due aussi à des développements non financiers : des changements dans les télécommunications, les ordinateurs, les politiques du secteur non financier, les institutions, et la croissance économique elle-même influencent la qualité des services financiers et la structure du système financier. Le développement technologique réduit les coûts de transaction et affecte les arrangements financiers (Merton).

Les politiques fiscales et monétaires affectent la taxation des intermédiaires financiers et la fourniture des services financiers.

Le système légal affecte le système financier. Le changement politique et les institutions nationales influencent de manière cruciale le développement économique.

1 Goldsmith (1969), op.cit., p.115.

2 Kpodar.K(2006), op., cit., p.221.

Malgré que les économistes aient fait beaucoup d'avancées, on a néanmoins besoin d'amples recherches sur le développement financier à savoir : pourquoi la structure financière change quand les pays évoluent? Pourquoi des pays à des étapes de développement similaires disposent pour autant de systèmes financiers à look distinct?

Existent-ils des avantages en termes de croissance économique de long terme en adoptant les changements légaux et politiques qui créent un type de structure financière vis-à-vis de l'autre beaucoup plus d'informations sur les déterminants et les implications de la structure financière peuvent nous aider à comprendre l'approche de développement financier et croissance économique.

Section 02 : Revue de littérature empirique sur le lien unissant structure financière et croissance économique :

1. La structure du système financier influence la croissance économique : une controverse alimentée par l'expérience des pays développés

La structure du système financier exerce une influence notable sur les performances économiques, Allen et Gale (1995). L'influence de la structure du système financier sur la croissance économique donne lieu à un débat entre les économistes qui est constamment alimenté par l'expérience de concernés par ce débat d'autant plus qu'ils tentent de mettre en œuvre des réformes financières et bancaires en vue d'améliorer la contribution du développement financier au développement économique Lacoue-Labarthe (1993).

Les typologies qui sont proposées dans la littérature sont nombreuses. Nous ne revenons pas sur la typologie qui est fondée sur l'opposition entre économie d'endettement et économie de marchés financiers¹. Par contre, nous mettrons l'accent sur celles qui permettent de rendre compte du financement de développement économique. La première typologie qui traite le cas des pays en voie de développement est issue des travaux de McKinnon et Shaw (1973).

1 Allen.F et Gales.D (1995),op.cit.,p.170.

2 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.222.

Elle met en évidence deux concepts de base : répression financière et libéralisation financière. En se basant sur cette distinction, Kessler et Meghir (1991) distinguent un système financier fortement réglementé versus un système financier libéralisé. Par la suite, nous utiliserons la distinction entre systèmes financiers basés sur la banque et systèmes financiers basés sur le marché, distinction qui remonte aux contributions de Gerschenkron (1962). En ce qui concerne le système financier basé sur les banques, on opère la distinction entre les banques spécialisées (principalement les banques commerciales, d'investissement et de crédit) d'une part, et les banques universelles d'autre part. Nous mettrons l'accent sur la différence entre le système financier basé sur les marchés financiers et celui qui est basé sur les banques universelles.

L'origine de cette diversité de structure provient de plusieurs facteurs qui peuvent être résumés de la manière suivante : (i) l'importance de la tradition idéologique sur le niveau de développement économique Amable et Châtelain (1995.) Il nous semble que l'histoire, les caractéristiques économiques d'un pays, les pesanteurs socioculturelles et religieuses et la maturité financière constituent des facteurs déterminants de portée non négligeable sur l'évolution de la structure du système financier. En somme, ces facteurs peuvent conjointement ou séparément exercer une influence notable sur l'efficacité du système financier. Cette influence risque de perturber les mécanismes par lesquels le système financier contribue au développement économique du pays.

La contribution d'Amable et Châtelain (1995) montre que le taux de croissance économique croît plus vite dans les pays où domine le système financier bancaire. Elle compare l'efficacité des systèmes financiers dans le cadre d'un modèle de croissance endogène fondé sur l'innovation. En fait, elle met l'accent sur le problème du court-terme qui caractérise le système financier fondé sur le marché. Les investisseurs y prennent des engagements révocables en permanence qui favorisent des gains à court terme. En revanche un financement bancaire encourage les relations de long terme.

1 Kpodar.K(2006),op.,cit.,p.223.

2 Gerschenkron.A (1962),op.cit.,p.145.

3 Amable et Chatlain (1995),op.,cit.,p.124.

4 Ibid,p. 125.

Cette différence importe en matière du choix des projets dont la réalisation nécessite un financement à long terme. En somme, la contribution aboutit à la conclusion selon laquelle le système financier bancaire, qui favorise les projets de long terme, permet l'innovation dans l'économie.

Bien qu'elle ait l'inconvénient d'être conditionnée par des hypothèses restrictives, cette contribution pourrait constituer un appui intéressant à l'argument selon lequel les banques universelles constituent un meilleur soutien aux stratégies industrielles de long terme. Elle nous semble être pertinente d'autant plus qu'elle montre que chaque type de système financier possède des avantages et des inconvénients vis-à-vis de la croissance économique.

Les auteurs insistent sur les mérites du système financier dans les domaines de répartition du risque et de la collecte d'information. Comme les systèmes financiers remplissent différemment ces fonctions par lesquelles ils exercent un effet sur la croissance économique, il devient utile de mettre l'accent sur les avantages et les inconvénients de chaque type de système financier vis-à-vis de la croissance économique.

Le système financier bancaire se caractérise par la prépondérance des mécanismes de financement bancaire ainsi que la dépendance des banques de dépôts vis-à-vis de la banque centrale en cas de besoin de liquidités. En effet, l'épargne est canalisée par des agents à capacité de financement vers des agents à besoin de financement par l'intermédiaire des banques qui détiennent un rôle important en matière d'allocation des ressources financières. Le rôle du système financier bancaire dans la croissance économique a été établi depuis longtemps, aussi bien au niveau empirique que théorique. En effet Gerschenkron (1962) a observé qu'au 19^{ème} siècle les banques ont exercé une influence notable dans le développement économique des pays qui ont enregistré un retard industriel. De plus, les contributions des théories de la croissance endogène ont réintroduit le rôle des banques dans l'amélioration de l'allocation des ressources. L'efficacité des banques est également reconnue comme un des facteurs qui a contribué à la croissance économique aussi bien allemande que japonaise.

Ainsi le système financier bancaire possède des avantages vis-vis de la croissance économique. En revanche, il est caractérisé par certaines imperfections qui mettent en cause sa contribution à la croissance. Par la suite, nous analyserons séparément les avantages et les inconvénients du système financier bancaire vis-à-vis de la croissance économique.

Les avantages du système bancaire au regard de la croissance économique peuvent être résumés de la manière suivante : le système financier bancaire, en transformant la nature des actifs, exerce un effet bénéfique sur la croissance économique Bencivenga et Smith (1991), le système financier bancaire assure un contrôle performant des entreprises Amable et Chatelain (1995), le système financier bancaire engendre une discipline financière efficace, Le système financier bancaire implique une stabilité du système ; le système financier bancaire diminue le risque de liquidité, Bencivenga et Smith (1991), le système financier bancaire diminue le risque technologique Greenwood et Jovanovic (1990) .

Malgré ces différents avantages, le système financier bancaire souffre de certaines imperfections liées à ses activités qui compromettent sa contribution au financement de la croissance. Elles peuvent être présentées de la manière suivante :

1. la prudence affaiblit la contribution du système financier bancaire à la croissance économique ;
2. la concurrence bancaire imparfaite implique un risque systémique ;
3. Les faillites bancaires influencent la confiance des ménages.
4. Le rationnement du crédit bancaire Bencivenga et Smith (1993).

1 Bencivenga.V.R et Smith.B.D (1991),op.cit.,p.120.

2 Ibid,p.121.

3 Amable et Chatelain (1995),op.cit.,p.225.

4 Greenwood.J.B et Jovanic.B (1990),op.cit.,p.245.

Le rôle des marchés financiers dans le processus de développement économique donne lieu à une controverse entre économistes. D'un point de vue historique, les défenseurs de la libéralisation des mouvements des capitaux mettent l'accent sur l'importance de la liquidité des marchés pour stimuler la croissance économique. MacKinnon (1988). Levine et Zervos (1996), quant à eux, ont différemment obtenu des résultats favorables à l'hypothèse d'un effet positif du développement du marché des titres sur la croissance.

En revanche, le courant post -keynésien souligne que la volatilité et la spéculation, deux phénomènes qui caractérisent souvent les marchés émergents, induisent des effets fortement négatifs sur le secteur réel. Singh (1997) affirme que la faiblesse principale du système de marché est de fournir aux investisseurs des liquidités immédiates. Aglietta (1993), quant à lui, considère que l'allocation du capital par les marchés financiers est efficiente s'ils mobilisent l'épargne et l'orientation vers les projets rentables socialement.

Les principaux avantages qui permettent aux marchés financiers de contribuer au développement économique peuvent être résumés de la manière suivante :

1. les systèmes financiers basés sur les marchés possèdent une dimension internationale Levine et Zervos (1998).
2. Les systèmes basés sur les marchés financiers sont dynamiques.
3. Le système basé sur les marchés financiers assure une bonne évaluation des activités productives Berthélemy et Varoudakis (1996).

1 Bencivenga.V.R et Smith.B.D (1993),op.cit.,p.121.

2 McKinnon.R.I (1988),op.cit.,p.132.

3 Levine .R et Zervos. (1996),op.cit.,p.245.

4 Aglietta (1993) : « Comportement Bancaire et Risque de Système », Revue d'économie financière , N°27, p.350.

5 Levine.R et Zervos .(1998),op.cit.,p.228.

6 Berthelemy.J.C et Varoudakis.A (1996),op.cit.,p245.

En revanche, les marchés financiers souffrent de certaines imperfections qui compromettent leur contribution au financement de la croissance. Elles peuvent être résumées de la manière suivante :

1. les Offres Publiques d'achat et le court-terme caractérisent les systèmes basés sur les marchés financiers .
2. les systèmes financiers basés sur les marchés favorisent l'apparition des bulles spéculatives.
3. Les systèmes financiers basés sur les marchés assurent un contrôle inefficace des entreprises Aglietta (1993). Force est de constater que l'activité de création monétaire constitue un avantage certain pour les banques par rapport aux marchés financiers. En effet, elle permet aux banques de contribuer à la croissance, en accordant aux agents économiques un nouveau pouvoir d'achat qui est considéré comme un moteur pour la croissance économique Aglietta (1993).

En somme, les deux types de systèmes financiers présentent aussi bien des avantages que des inconvénients au regard de la croissance économique. Cependant, il semble qu'ils entretiennent des relations de complémentarités entre eux qui contribuent à l'amélioration de leur contribution au financement de la croissance économique. Pour améliorer leur efficacité dans le financement de la croissance économique, il incombe toujours à l'Etat de prendre les mesures en vue de corriger les distorsions qui résultent des imperfections des activités des deux types de système financier. Ceci nous conduit à considérer que le rôle de l'Etat est primordial dans la gestion des systèmes financiers.

Toutes ces considérations théoriques et empiriques sont pertinentes pour appréhender le cas du système financier libanais d'autant plus que le Liban applique des réformes bancaires et financières en vue d'améliorer son efficacité et d'attirer des capitaux pour assurer le financement de son développement et de sa reconstruction.

1 Aglietta.M (1993),p.cit.,p.351.

4 Ibid,p.352.

2. Les preuves empiriques existantes :

Beaucoup d'économistes ont menés des investigations empiriques sur les approches de la relation entre la structure financière et la croissance économique. Goldsmith(1969) est le pionnier en la matière, il a mené une étude comparative entre l'Allemagne et l'Angleterre. Récemment Demirguç-Kuni et Levine (2001) ont examiné la même question en utilisant « broad datd set » qui couvre 48 pays de 1980 à 1993. Ils ont trouvé que la distinction entre le système financier basé sur les banques ou sur les marchés financiers n'est importante pour expliquer la connexion finance et croissance. Cependant, le système légal des pays et la qualité des services financiers sont plus importants pour booster la croissance économique.

Par contraste, Tadesse (2001) a trouvé que la différence entre le système financier fondé sur les banques et celui basé sur les marchés financiers est cruciale pour expliquer la croissance économique. Pour les pays qui disposent d'un secteur financier sous-développé, le système financier basé sur les intermédiaires financiers est plus performant que celui qui s'est fondé sur les marchés financiers, Par contre, pour les pays qui disposent d'un secteur financier développé, le système financier basé sur les marchés financiers est plus performant que le système financier fondé sur les banques.

Cependant, Levine et Zervos (1998) argumentent qu'un degré de liquidité élevé du marché financier ou un développement élevé des banques conduit à une croissance élevée. Selon les conclusions formulées, la littérature suggère qu'il existe une évidence forte selon laquelle, la structure financière - la mixture des marches financiers et des intermédiaires financiers – n'est pas importante pour expliquer la différence de taux de croissance entre les pays. Par exemple : l'Allemagne et le Japon -système financier fondé sur les banques- et les Etats-Unis et l'Angleterre -système financier base sur les marches financiers - ont de différents système financiers mais de similaires taux de croissance économique.

1 Goldsmith.R.I(1969),op.cit.,p.123.

2 Demirguç-Kunt.A et Levine .R(2001),op.cit.,p.234.

3 Tadesse (2001),op.cit.,p.55.

4 R.Levine et Zervos. (1998),op.cit.,p.256.

Ce qui implique, que le facteur déterminant est la solidité du système légale qui protège effectivement les droits des investisseurs et le renforcement des contrats d'une manière efficiente. Ceci va élever les opérations des marchés financiers et des intermédiaires financiers, ce qui conduit à des implications positives sur la croissance économique de long terme.

L'analyse empirique de Demirgüç- Kunt et Levine (2001) portant sur l'interaction entre la structure financière et la croissance économique débouche sur une conclusion consistante :c'est le niveau global du développement financier et non pas la structure du système financier qui influe sur la croissance économique .ceci suggère un important message politique : les politiques doivent se focaliser sur les réformes légales, réglementaires et politiques qui encouragent le fonctionnement propre des marchés et intermédiaires financiers et non pas sur les réformes qui visent le degré dont le système financier est fondé sur les banques ou sur les marchés financiers .

3. La validation économétrique de la relation unissant structure financière et la croissance économique :

On explore l'impact de la structure financière à long terme de la concurrence entre des pays, avec des données en moyenne sur la période 1980-95. Nous permet :

1. De décrire la méthodologie.
2. De présenter des preuves de l'Incidence de la structure financière et le développement financier sur la croissance économiques.
3. Méthode de financement.
4. Décrire les différents tests de robustesse.
5. Résumer nos

Pour tester la validité de la (i) fondés sur le marché, (ii) Banque-based, (iii) les approche dans un contre-échantillon de pays, nous modifions la régression de la croissance :

$$\text{Croissance}_{je} = \alpha X_{je} + \beta FD_{je} + \gamma FS_{je} + \varepsilon_{je}$$

1 Demirgüç-Kunt et Levine (2001),opu,cit,p.125.

Où la croissance est le taux de croissance annuel moyen du PIB réel par habitant, calculé à partir d'un coefficient de régression.

MCO de la régression, X est un ensemble de déterminants de la croissance potentielle, FD est un indicateur de développement financier, FS est une mesure de la structure financière et est le terme d'erreur. Les quatre hypothèses concurrentes prédisent des signes différents pour A et E . Le marché-vue en fonction prédit que le marché des systèmes financiers se développe plus rapidement, ce qui implique $A > 0$ et $E > 0$.

La banque basée vision maintient que les systèmes bancaires sont meilleures pour la croissance, ce qui implique $A > 0$ et $E < 0$. Les services financiers.

Ceci n'inclut pas les systèmes juridiques ayant des racines islamiques ou des systèmes vision maintient que la structure financière n'a pas d'importance pour la croissance et qu'il est globale de financement du développement qui améliore la croissance économique. Cela implique $A > 0$ et $E = 0$. Le droit et la vue des finances, enfin, soutient que seule la partie des ressources financières développement définie par le système juridique est liée à la croissance économique. Si nous utilisons les droits juridiques de l'extérieur. L'investisseur et l'efficacité de l'exécution des contrats en tant que variables instrumentale.

développement financier, la loi et consulter des finances permet également de prévoir A . Nous utilisons aussi bien des moindres carrés ordinaires (MCO) des estimations juridiques des pays d'origine comme des instruments pour les pays, comme dans Levine Régressions IV nous permettra

Au contrôle du biais de simultanéité et de causalité inverse des taux de croissance au développement.

Exogène composante du développement financier et la structure.

Afin d'évaluer la loi et à afficher des finances, nous utilisons des créanciers,

Anti-directeur et de la règle de droit comme des variables instrumentales pour le développement

Financement qui est défini par le système juridique.

Nous examinons l'adéquation des instruments de Hansen (1982)

Test de la sur-identification des restrictions, ce qui est expliqué plus en détail par Newey.

1 Ibid,p.125.

L'hypothèse nulle est que les variables instrumentales ne sont pas corrélées avec le terme d'erreur. Les instruments sont appropriés si nous ne pouvons pas rejeter l'hypothèse nulle. Nous pouvons interpréter ce résultat comme indiquant que les instruments (origine légale des indicateurs du système) ont un effet réel par habitant, la croissance du PIB que par habitant. Et les variables dans l'ensemble d'information conditionné c'est-à-dire, les autres déterminent.

Pour évaluer la robustesse de nos résultats, nous avons contrôlé pour d'autres (1). Plus précisément, nous utilisons deux différentes séries d'informations de conditionnement. L'ensemble de conditionnement politique d'information contient le logarithme du PIB réel par habitant en 1980 pour contrôler la convergence et la durée de l'effet de l'accumulation du capital humain. En outre, nous comprenons (i) le logarithme d'un plus le taux moyen de l'inflation (ii) le logarithme d'une addition de la prime moyenne du marché noir, (iii) le logarithme de la proportion du PIB, et (iv) le logarithme des exportations et des importations en pourcentage. Nous incluons le taux d'inflation et de la taille du gouvernement par le proxy pour la stabilité macroéconomique et l'intrusion. Prime de marché pour saisir le degré d'ouverture des économies. L'ensemble complet de conditionnement d'information contient les.

4. Les limites de la littérature empirique sur la connexion structure financière et croissance économique :

La manière dont la structure financière influence la croissance économique est une question politique cruciale.

Si une forme de structure financière influence beaucoup plus que d'autres sur la croissance économique, la politique économique doit en tenir compte. Ainsi on est difficilement surpris que la distinction entre « Bank-based » et « Market-based » « Financial System » et sa relative importance pour la croissance économique a été le focus des débats théoriques (Allen et Gale). Le débat est resté vivant car la résolution de ce problème nous révèle la qualité des politiques économiques à mener.

1 Allen.F et Gale.D (2000),op.cit.,p.235.

La littérature empirique essaye d'examiner pourquoi un type de système financier explique mieux la croissance économique mieux que d'autres. Cependant ces études ont leurs propres limites.

Les études qui analysent les systèmes financiers des USA et de Grande-Bretagne comme étant orientés marchés comparativement à ceux du Japon et de l'Allemagne comme étant basés sur les banques révèlent que la structure financière est influente.

Cependant, ces études font l'objet de critiques car ces pays disposent de similaires taux de croissance économique (historiquement parlant). Donc, la relation entre la structure financière et la croissance économique est inexistante même dans le cas des pays sous-développés (l'objet de ce papier est de combler ce vide, le cas des pays sous-développés).

Les études de « panel and cross-section » ont trouvé que la structure financière n'exerce pas d'influence sur la croissance économique ni le système financier basé sur le marché ni celui qui est basé sur les banques n'expliquent la croissance économique. Cependant, c'est l'offre globale de services financiers (banques et marchés financiers ensemble) qui est important.

Ces études « multi-country » font l'objet de critiques Levine et Zervos (1996) stipulent que la régression en données de panel masquent d'importantes différences entre les pays et souffrent de mesures statistiques et de problèmes de concepts, observent les difficultés associées à l'assemblage des données. Ils pointent le doigt sur l'hétérogénéité des coefficients entre les pays. Luintel et Khan (2000) observent que l'estimation en données de panel ne correspond pas à l'estimation spécifique d'un pays. Comme conséquence la généralisation basée sur les résultats de l'estimation en données de panel peut induire des résultats incorrects pour quelques pays composant le panel.

1Levine.R et Zervos (1996),op.cit.,p.235.

2 Luintel et Khan (2000) , op.,cit.,p.125.

On utilise simultanément les séries temporelles et la méthode de panel hétérogène et dynamique, qui n'impose pas des restrictions entre les pays sur les paramètres et les « dynamiques d'ajustement ».

Pour notre connaissance, ce sera la première étude de ce type qui estime la relation de long terme existante entre la structure financière et la croissance économique en utilisant les séries temporelles et la méthode de panel hétérogène et dynamique et en utilisant les données des pays en développement.

le vecteur d'auto-régression multi variables (VAR), méthode économétrique en séries temporelles est utilisée. Les résultats sont révélateurs :

PRIMO : les résultats des séries temporelles observent que pour la majorité de pays simples la structure financière explique de manière significative la croissance économique. Les résultats par la méthode de panel hétérogène et dynamique confirment aussi le même résultat. Ces résultats contrastent avec les résultats précédents qui ont conclu que la structure financière n'influe en rien sur la croissance économique et Beck et Levine (2002), ou celle qui stipule que seul le système orienté banque a une influence sur la croissance économique .

SECONDO : on a trouvé une hétérogénéité significative des paramètres et des dynamiques d'ajustement entre les pays. Les tests font apparaître que les données ne peuvent pas être assemblées pour les 6 pays (Grèce, Inde, Afrique du sud, Philippines, Taiwan) . Les tests nous montrent que les paramètres du panel ne correspondent pas à l'estimation spécifique du pays. Ceci confirme l'assertion de Levine et Zervos (1996) qui stipule que la régression en données de panel masque d'importantes différences entre les pays.

TERTIO : nos résultats sont robustes pour les méthodes d'estimation et les tests de stabilité. En somme, nos résultats indiquent que la faille apparente des études entre pays à identifier l'effet significatif de la structure financière sur la croissance économique est due essentiellement à la non prise en compte de manière suffisante de l'hétérogénéité existante entre les pays.

1 Beck .R.G et Levine.R (2002),op.cit.,p.235.

2 Levine.R et Zervos (1996),op.cit.,p.245.

Conclusion du chapitre :

La théorie économique ne permet pas de trancher sur la structure du système financier adéquat pour promouvoir la croissance. Certains auteurs défendent la suprématie des SDM sur les SDB, d'autres l'inverse. Ensuite, il existe une troisième catégorie d'auteurs qui pensent que les banques et les marchés financiers sont complémentaires dans le système financier. Enfin, pour une dernière catégorie d'auteurs, la distinction entre SDM et SDB est secondaire et ne devrait pas avoir lieu d'être car c'est plutôt la qualité du système légal qui importe. Les chefs de file de ce courant de pensée sont La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998, 1999). Ces auteurs s'opposent à l'idée qu'un SDM et un SDB aient des implications différentes pour la croissance économique. Pour eux, le système légal est le principal déterminant de l'efficacité du système financier et la différence entre économie de marché et économie d'endettement reste secondaire et n'est pas capitale pour la politique économique.

En somme, dans la théorie économique on ne peut pas juger de la supériorité d'un système par rapport à l'autre. En revanche dans les études empiriques, les résultats sont assez clairs. D'une part, ces études plaident globalement en faveur de la complémentarité entre les banques et les marchés financiers, et d'autre part en faveur de l'absence de corrélation entre la structure du système financier et la croissance économique. Ces études montrent que ce n'est pas la structure du système financier qui compte, mais plutôt la quantité et la qualité des services financiers disponibles ainsi que l'efficacité du système légal à protéger les droits des investisseurs et des créanciers. Levine (2002) examine la relation entre la structure du système financier et les performances économiques sur un échantillon de 48 pays de 1980 à 1995. Les résultats qui rejettent l'opposition théorique entre les arguments favorables au SDB et ceux favorables au SDM, indiquent que le développement de l'ensemble du système financier est positivement corrélé et de façon robuste à la croissance économique, mais que la structure du système financier ne l'est pas. Par ailleurs l'auteur montre également que la composante du développement financier expliquée par la qualité du système légal a un impact positif significatif sur la croissance économique.

Partie 3 : Développement financier, structure financière et croissance économique

En Algérie

C'est en raison de l'effet favorable du développement financier sur la croissance que dès 1973, McKinnon et Shaw ont préconisé la suppression des contraintes qui handicapent le fonctionnement du système financier, en l'occurrence la politique qualifiée de « répression financières » qui est caractérisée par le plafonnement des taux d'intérêt, les crédits dirigés et les taux élevés de réserves obligatoires. En effet" l'analyse de McKinnon/Shaw montre que, dans le cadre d'une économie réprimée financièrement, la fixation des taux au dessous de leur valeur d'équilibre réduit l'épargne au profit de la consommation courante et par conséquent le volume de l'investissement .

L'Algérie a appliqué à partir des années 1990, la politique de libéralisation financière dans le cadre du PAS; afin de stimuler la croissance économique et de réparer les distorsions économiques. Le processus de libéralisation financière avait pour but de développer le système financier en place basé sur le secteur bancaire afin d'agir positivement sur les activités économiques, à travers l'augmentation de capacité du système financier à collecter l'épargne nationale et à l'allouer d'une manière efficace aux investissements productifs.

La troisième partie dénommée : développement financier, structure financière et croissance économique en Algérie est scindée en deux chapitres distincts. Le premier met en évidence la relation du triptyque : développement financier, structure financière et croissance économique dans le cadre d'un système financier réprimé. Il traite essentiellement, des faits stylisés de répression financière en Algérie, de l'impact de la politique de répression financière sur la sphère financière et réelle et de la validation empirique des impacts du développement financier et de l'architecture du système financier sur la croissance économique dans le cadre d'un système financier réprimé. Le deuxième chapitre met en veilleuse la nature de la relation entre le développement et l'architecture du système financier sous l'égide d'une politique de libéralisation. Il traite des réformes financières dans le cadre de la libéralisation financière, de l'impact de la politique de libéralisation financière sur la double sphère réelle et financière et de la validation empirique des impacts du développement et de l'architecture du système financier sur la croissance économique sous l'égide d'une politique de libéralisation.

Chapitre 1 : Politique de répression financière et impact du développement financier et de la structure financière sur la croissance économique

L'objectif de ce chapitre est de mettre au clair le cadre doctrinal pré- réformes, à savoir un cadre macro économique caractérisé par un mode de régulation centralisé et administratif et un cadre institutionnel caractérisé par un environnement financier sclérosant (section1) ; ainsi que d'identifier la répression financière dans le pays à travers l'analyse de ses instruments, indicateurs et mécanismes (section 2). Nous étudierons par la suite les effets de la politique de répression financière sur les sphères réelle et financière (section 3), et la validation empirique de l'impact du développement financier et de la structure financière sur la croissance économique dans le cadre d'un système financier réprimé (section 4)

Section.1 . Un faible approfondissement financier

Le secteur financier est un mixage complexe de marchés d'actifs et de services financiers. Son industrie est composée d'un double système monétaire et réglementaire dans lequel une large panoplie de règles légales et d'instruments de contrôle sont utilisés. La monnaie constitue le principal bien échangé sur ce marché. Cette dernière n'est acquise que par le biais du taux d'intérêt qui représente le prix relatif dominant. Le taux d'intérêt est considéré comme la clef motrice de ce secteur. Plus le mouvement des taux est libre, plus la motivation des acteurs financiers permet le libre échange des titres financiers et par conséquent le développement du système.

Dans les économies réprimées, la libre fixation des taux d'intérêt par les intermédiaires financiers n'est pas toujours possible. L'intervention de l'Etat dans ce système entrave la liberté d'action des intermédiaires et les oblige à respecter les exigences des priorités économiques de l'Etat. Un tel fonctionnement crée une sorte d'illettrisme financier qui freine l'initiative privée et retarde le développement du système financier. Cette idée a été longuement développée par McKinnon (1973) et Shaw (1973) qui ont mis l'accent sur le faible approfondissement financier des économies réprimées. Ce dernier se manifeste souvent par la faiblesse de l'épargne financière et le faible niveau des crédits au secteur privé. Afin de mesurer le niveau du développement financier en Algérie, un certain nombre d'indicateurs sera choisi.

1.1. Les différentes mesures de l'approfondissement financier.

Bien qu'il existe plusieurs méthodes pour mesurer le degré d'approfondissement financier, le choix d'indicateurs appropriés est généralement difficile. Le choix de ces indicateurs est resté, dans la plus part des mesures, monétaire. L'initiateur de ces indicateurs a été Goldsmith (1969) qui a commencé à mesurer les actifs financiers en pourcentage du capital. Des auteurs plus récents tels que King et Levine (1993b), Fry (1995b), Levine et Zervos (1997) ont utilisé plusieurs indicateurs monétaires. Parmi ces indicateurs nous pouvons citer : les crédits de la Banque Centrale en pourcentage du produit, les crédits au secteur privé sur l'ensemble des crédits intérieurs, le ratio de la masse monétaire ou de la quasi monnaie en pourcentage du produit ou encore le suivi de l'évolution des taux d'intérêts réels,

Le tableau 7 ci-dessous résume l'ensemble des indicateurs monétaires qui ont été utilisés par la théorie.

Tableau III.16. Les indicateurs de l'approfondissement financier.

Définition de l'indicateur	Objectif spécifique
- Rapport de la masse monétaire M2 en pourcentage du produit (M2/PIB). - Rapport de la quasi monnaie en pourcentage de la masse monétaire M2 (QM/M2). - Rapport billet en pourcentage de la masse monétaire $1^{\wedge}C/Mi$ et $C/M2$. - Rapport des crédits au secteur privé en pourcentage du PIB (CP/PIB). - Rapport des crédits au secteur privé en pourcentage des crédits intérieurs (CP/CI).	- Mesure du niveau global du développement financier - Mesure de la diversification des actifs financiers liquides. - Mesure de la pénétration du système bancaire dans l'économie
- Monnaie en circulation en pourcentage du PIB (C/PIB). - Dépôts à vue en pourcentage de la base monétaire (DV/B).	- Mesure du degré de la monétisation (C/PIB) et de la dynamique bancaire (DV/M2).

Source : Min Kosal Minh, développement financier et croissance économique, thèse de doctorat, Université Lumière Lyon 2, 2007, p.94

1.2. analyse de l'approfondissement financier en Algérie.

Les ratios du tableau 7 ci-dessus représentent (M2/PIB, QM/M2, C/M1, C/M2, CP/PIB, CP/CI, C/PIB, DV/B) des évaluations approximatives du niveau global du développement du système financier au MMA.

Les tableaux 8, 9 et 10 reproduisent quelques indicateurs utilisés par la théorie de la libéralisation comme ceux qui estiment le niveau global du développement financier. Nous avons ajouté à ceux là, d'autres indicateurs utilisés par des auteurs plus récents tels que Thornton (1991) et King et Levine (1993b).

Le choix de ces indicateurs vient du fait que la faible maturité financière au Maghreb fait des banques les seuls acteurs sur le marché financier. L'évaluation de la dynamique bancaire devient un choix approprié de la mesure du degré du développement financier. De plus, l'étroitesse du marché des capitaux à long terme dans ces pays fait des crédits bancaires la principale source des crédits intérieurs de telle sorte que le rapport des crédits en pourcentage du produit interprète assez bien le niveau du développement de ces marchés. L'analyse se limitera à la période durant laquelle la répression était encore appliquée. A titre de comparaison nous avons indiqué la valeur de ces indicateurs pour quelques pays développés.

Tableau III.17. Le niveau global du développement financier.

	M2en%PIB		QMen%PIB		QMen %M2	
	1969	1989	1969	1989	1969	1989
Pays développés						
Australie	46,9	52,2	30,6	40,5	965,15	77,57
Etats-Unis	63,9	68,3	39,9	51,5	62,47	75,47
Japon	74,6	114,4	45,2	85,2	60,60	74,99
Canada	37,4	46,7	19,0	31,9	50,83	68,42
Maghreb	1969	1989	1969	1989	1969	1989
Algérie	36,60	78,64	5,41	14,84	9,55	18,87
Maroc	30,44	48,73	2,32	14,67	7,62	30,11
Tunisie	33,94	53,95	7,14	27,63	21,04	51,22

Source : Min Kosal Minh, o.,cit.,p.235.

Tableau III.18. Diversification des actifs financiers en %.

Pays développés	C/M2		C/M1		CP/PIB	
	1969	1989	1969	1989	1969	1989

Australie	8.00	6.71	22.96	29.93	25.56	60.83
Etats Unit	7.61	6.37	20.31	28.93	55.72	76.38
Japon	9.31	8.02	23.62	32.04	77.77	120.04
Canada	67.75	8.99	63.82	26.56	24.69	47.13
Maghreb	1969	1989	1969	1989	1969	1989
Algérie	35.77	38.90	39.55	47.95	31.03	50.09
Maroc	38.74	26.26	41.94	37.57	14.01	13.62
Tunisie	28.08	16.90	35.56	34.65	34.67	58.94

Source : Ibid, p.236.

Le tableau 17 semble indiquer que l'importance de la masse monétaire dans l'économie n'est pas liée au niveau du développement étant donnée que le rapport de la masse monétaire M2 en pourcentage du produit est dans les mêmes proportions dans tous les pays. Par contre, l'épargne liquide évolue visiblement avec le niveau de développement. Le ratio de la quasi monnaie (QM) en pourcentage de la masse monétaire M2 reste en effet, très faible par rapport aux pays développés.

Tableau III.19. Monétisation et dynamique bancaire

	CP/CI		DV/B		C/PIB	
Pays développés	1969	1989	1969	1989	1969	1989
Australie	54.89	87.27	147.81	173.57	3.75	3.50
Etats Unit	74.65	86.60	240.57	188.18	4.86	4.35
Japon	90.79	86.16	262.76	174.55	6.94	9.17
Canada	75.70	90.93	238.32	286.76	25.33	4.19
Maghreb	1969	1989	1969	1989	1969	1989
Algérie	62.85	10.95	43.44	83.72	20.25	30.59
Maroc	48.25	60.71	79.25	69.32	11.79	12.80
Tunisie	73.08	92.02	99.66	127.24	9.53	9.12
	1969	1989	1969	1989	1969	1989
Egypte	28.52	57.54	30.33	26.59	18.39	14.24
Jordanie	120.35	82.47	24.24	27.16	32.00	36.72

Source : Ibid, p.237.

Les deux premières colonnes du tableau 19 nous indiquent la faible diversification des actifs financiers en Algérie. Le niveau de la monnaie en circulation par rapport à la masse monétaire M2 semble être lié au niveau du développement. Celui-ci est plus faible dans les pays développés dans le temps (celui de 1989 par rapport à 1969). De

plus, l'importance de l'épargne liquide indicateur de la diversification financière (comme le montre le tableau 8) explique pourquoi la monnaie liquide (billets) en pourcentage de M2 ($C/M2$) baisse plus vite que le ratio billets en pourcentage de $M1$ ($C/M1$).

Les rapports crédits privés en pourcentage du produit (CP/PIB) et crédits privés en pourcentage des crédits intérieurs (CP/CI) montrent que le système bancaire au Maghreb est un système bien actif. Ceci n'est pas surprenant si nous savons que dans ces pays seuls les banques pouvaient jouer le rôle d'intermédiaire et octroyer, par conséquent, du crédit aux secteurs public et privé. L'importance des crédits privés par rapport aux crédits intérieurs est bien visible dans tous les pays du Maghreb. Seule l'Algérie semble faire l'exception dans la mesure où la part du secteur privé dans l'ensemble des crédits intérieurs est de huit fois plus faible que celle des pays développés.

La monétisation représentée par le ratio monnaie en circulation en pourcentage du produit (C/PIB) semble aussi être liée au niveau d'approfondissement financier. Nous appelons monétisation, le développement des moyens de paiement scripturaux tels que l'utilisation de la carte bancaire et du chèque. Le développement de cette technique nécessite une politique de dépôts rigoureuse. Plus le niveau des dépôts est important, plus le degré de monétisation se développe. Un système financier peu développé se caractérise par un faible degré de monétisation et donc par une circulation fiduciaire plus importante.

Cette caractéristique est bien évidente en Algérie et dans une moindre mesure au Maroc. Il faut noter cependant, que le processus de monétisation est un long processus qui s'appuie sur une réglementation bancaire rigoureuse, un libre mouvement des taux et une politique marketing adéquate. Or, le marketing bancaire, la diffusion de l'information ainsi que la formation du personnel constituent les principaux freins au développement de la monétisation dans ces deux régions.

Section.2. analyse de la relation entre la croissance et l'investissement en Algérie.

Selon McKinnon, la croissance économique ne peut être assurée sans une association adéquate entre l'épargne et l'investissement. La baisse de l'épargne conduira à la baisse de l'investissement et par conséquent celle du produit. Ce paragraphe analyse la relation entre la croissance et l'investissement en Algérie. L'accent sera mis notamment sur l'étude de l'impact

de la productivité sur la croissance.

1.1. La croissance économique en Algérie

Le tableau 1 ci-dessous présente l'évolution du taux de croissance aux Maghreb mesuré en dollars constants (prix de 1995). Une lecture rapide du tableau permet de constater que le taux de croissance durant la décennie soixante-dix, présentait des niveaux relativement élevés à ceux du reste du monde. Cette évolution présente néanmoins une grande instabilité. L'origine de cette instabilité est liée aux fluctuations des prix internationaux des matières premières dont les revenus d'exportation de ces pays en dépendent. En effet, le boom pétrolier de 1973 et 1979 a eu pour résultat la croissance des recettes d'exportations qui ont stimulé les investissements publics et permis ainsi le maintien de taux de croissance élevés. Le taux de croissance moyen annuel de la décennie 1970, dans les deux régions, était d'environ 6%.

Tableau III.20. Evolution du taux de croissance en Algérie (en dollars constants).

	1970-1974	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1970-1980	1980-1989
Maghreb	6.57	6.55	3.89	2.96	6.32	3.42
Reste du monde	1970-1974	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1970-1980	1980-1989
Asie de l'Est et	7.30	7.14	6.75	8.08	6.89	7.42
pacifique	4.14	3.46	2.27	3.77	3.58	0.02
Revenu élevé	6.87	5.06	2.95	3.67	5.86	3.31
Revenu intermédiaire	n.a	6.23	2.35	1.38	3.05	1.86
4. du Nord et M. Orient						

Source : Nawel Bentahar, opu,cit, p.254.

Mais baisse des prix internationaux suite à la crise mondiale des années quatre-vingt a largement affecté la croissance de ces pays dont le taux a baissé en moyenne de 3,7%. La deuxième moitié de la décennie quatre-vingt était la période la plus difficile pour l'économie de cette région puisque les taux de croissance avaient commencé à chuter progressivement sans atteindre toutefois des valeurs négatives. Le résultat direct de ce recul s'est fait ressentir à travers la chute du produit par tête en dollars constants (4,53% en moyenne au Maghreb). A la même période le produit par tête a augmenté de plus de 2,1% dans les pays à revenu

intermédiaire et de 1.5% dans les pays de l'Asie de l'Est et du Pacifique.

Tableau III.21. Produit par tête en Maghreb .

	1970	1972	1974	1976	1978	1980	1982	1984	1986	1988
Produit pat tête	1200	1500	2000	2200	2500	2800	2500	2000	2200	1500

Source : Ibid,p.256.

L'évolution du produit par tête au Maghreb durant la décennie soixante-dix a été stimulée notamment par la croissance des prix des matières premières (hydrocarbures et phosphate). Le taux de croissance sur cette période était en moyenne de 9%. L'Algérie est le seul pays de la région à enregistrer une forte croissance. Celle-ci était en moyenne de 11,44% contre 6,01% au Maroc et 8,13% en Tunisie. La décennie quatre-vingt était caractérisée par la baisse progressive du produit par tête. Cette baisse est liée notamment à la baisse du produit en Algérie (taux annuel moyen de baisse était de 4,77% entre 1980 et 1989). La baisse des prix mondiaux des hydrocarbures est la raison principale de ce relâchement. Le Maroc et la Tunisie ont aussi fait face aux effets de courts termes relatifs au programme d'ajustement structurel engagé par ces deux pays vers la fin des années quatre-vingt.

Les fluctuations des marchés mondiaux ne sont pas les seuls facteurs qui ont affecté l'évolution du produit. Les théories néoclassiques de la croissance ont bien souligné le rôle critique que peut jouer l'accumulation du capital dans l'évolution de celui-ci. L'étude de l'effet de l'investissement sur le produit nous semble ainsi nécessaire.

1.2. La contribution de l'investissement a la croissance.

La forte association entre l'investissement intérieur brut et la croissance de long terme a bien été établie par les études empiriques. A titre d'exemple, la région de l'Asie de l'Est a réussi à maintenir sur une période de trente ans des taux de croissance du produit de l'ordre de 7 à 8% par ans soutenus par des taux de croissance de la formation brute du capital (en pourcentage du produit) de l'ordre de 30%, [Schmidt-Hebbei, Servén et Solomano (1996)]. L'évolution du produit estimé en millions de dollars constants ne semble pourtant pas s'accommoder à celle de l'investissement dans les régions du Maghreb comme le montre les graphiques 22 et 33 ci-dessous :

Tableau III.22. Investissement et croissance au Maghreb.

	1970	1972	1974	1976	1978	1980	1982	1984	1986	1988
FBCF/PIB	11	10	8	13	14	11	12.5	11	10.5	7.5
Taux de croissance du PIB	5	7	14	4.5	3.5	7	3.5	3.5	2	3

Source : Ibid,p.260.

Les graphiques de la croissance et de la formation du capital au Maghreb rend difficile l'explication d'une relation de causalité entre les deux agrégats. L'absence de lien peut trouver des éléments d'explication au niveau de la sensibilité de l'investissement aux variations cycliques de la production. A court terme, l'investissement dépend du taux de croissance de la production et de la capacité d'utilisation des facteurs de production. Pendant le cycle de production, le produit détermine l'investissement par le principe de l'accélérateur. « Cette sensibilité de l'investissement aux variations cycliques suppose qu'une récession à court terme peut avoir des effets à long terme à cause de la baisse de l'investissement ». A long terme, les économistes ont maintenu que l'accumulation du capital était la cause principale de la croissance de long terme. En effet, il est difficile de trouver des pays qui ont réussi à accroître le niveau du produit sans un effort important d'accumulation de capital. L'accumulation du capital n'est cependant pas suffisante pour garantir une croissance stable à long terme. Deux autres éléments sont aussi indispensables.

Le premier élément est l'accumulation d'inputs complémentaires tels que le capital humain et les connaissances technologiques. Benhabib et Jovanovic (1991) ont montré en effet, que l'accumulation du capital est une conséquence et non une cause du processus de croissance résultant de facteurs technologiques. Le deuxième élément est l'efficacité de l'investissement. Un important effort d'accumulation peut avoir des effets très faibles sur la croissance s'il vise des activités à très faible productivité sociale. La prise en compte des connaissances technologiques est très difficile dans le cas de la région du Maghreb en raison du manque de données. L'effet de l'investissement sur la croissance sera ainsi considéré à travers l'effet de son efficacité.

1.3. Croissance, investissement et productivité au Maghreb

La recherche d'un lien apparent entre l'investissement et le produit au Maghreb a permis de constater une grande divergence dans la région. La différence dans les niveaux de croissance et d'investissement peut être liée à d'autres facteurs financiers et de rentabilité.

Si nous nous limitons aux facteurs de rentabilité, nous pouvons constater de prime abord que le volume d'investissement était relativement élevé au Maghreb. Ce taux était même supérieur à celui du reste du monde. L'importance du volume d'investissement laisse penser ainsi que la variation de la croissance n'est pas due à un effet volume mais plutôt à un effet qualité.

Tableau III.23. Investissement brut en pourcentage du PIB.

	1970-1974	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1970-1980	1980-1989
Maghreb	22,59	32,98	29,93	24,85	27, 81	27,39
Revenu intermédiaire	20.63	25.05	24.18	23.72	23.06	23.95
OCDE à	25.17	24.00	22.99	22.42	24.56	22.71
revenu élevé	25.18	24.12	23.16	22.42	24.64	22.79
revenu élevé						

Source : Ibid,p.262.

L'importance du volume d'investissement ne peut avoir des conséquences positives sur le taux de croissance si le taux de rendement des investissements entrepris reste faible. Le taux de rendement d'investissement est cependant difficile à calculer et les données qui sont disponibles ne donnent aucune information sur les taux de rendement des investissements dans ces pays.

1.3.1. Mesure de l'efficacité des facteurs de production

La mesure la plus utilisée pour estimer l'efficacité des facteurs de production et leurs effets sur la croissance sont celles qui tiennent compte de l'efficacité d'utilisation des facteurs d'inputs. Ces mesures reposent sur l'utilisation d'un seul indicateur qui est celui de la productivité totale des facteurs assimilée le plus souvent au degré d'utilisation de la technologie dans la production. La productivité totale des facteurs (PTF) ou progrès technique est un indicateur important dans la théorie néoclassique qui le considère comme le moteur principal pour le maintien d'une croissance de long terme. Cette idée, bien que traitée différemment, est reprise par la théorie de la croissance endogène qui explique les mécanismes de développement de la technologie et de la productivité et leurs canaux de transmission dans l'économie. Les études d'estimation de la croissance de long terme dans les pays en développement sont basées sur la fonction de production Cobb Douglas dans laquelle la PTF est mesurée selon différentes méthodes. Ces méthodes ont été utilisées pour la mesure de la PTF au Maghreb, mais les résultats obtenus n'étaient pas cohérents.

1.3.1.2. Une tentative de mesure de la productivité totale des facteurs en Algérie

Afin de calculer la productivité totale des facteurs au Maghreb, nous utiliserons l'équation

de croissance qui se présente sous sa forme la plus utilisée : la fonction de production Cobb-Douglas.

$$y_1 = A_1 K_1^a L_1^{1-a} \quad (1)$$

Où Y représente le total des outputs, A est le niveau de technologie, K est le montant du capital physique et L est le travail, a représente la part du capital introduite dans les facteurs de production. L'équation 1 est homogène de degré 1 (hypothèse de rendements constants). De l'équation 1, nous déduisons que le taux de croissance des outputs peut être décomposé en taux de croissance de la technologie et le taux de croissance des facteurs d'inputs : le capital et le travail. Nous obtenons ainsi :

$$\frac{\Delta Y_t}{Y_{t-1}} = \frac{\Delta A_t}{A_{t-1}} + \alpha \frac{\Delta K_t}{K_{t-1}} + (1-\alpha) \frac{\Delta L_t}{L_{t-1}} \quad (2)$$

L'équation 2 est une équation qui revient souvent dans les études empiriques sur la croissance. La productivité totale des facteurs est représentée par le terme qui est considéré comme la contribution inexpliquée à la croissance une fois que celle du capital et du travail est épuisée. Les variables qui contribuent au calcul de la productivité totale des facteurs au Maghreb sont : Le taux de croissance du produit (Y), le taux de croissance du stock du capital (K) et le taux de croissance de la population active (L) étant donné que les données relatives au marché du travail sont indisponibles. Les résultats de la PTF obtenus selon les deux méthodes que nous avons retenues sont résumés dans les deux tableaux suivants.

Tableau III.24. Productivité totale des facteurs au Maghreb pour $\alpha = 0,3$

	1970-1974	1975-1980	1981-1985	1986-1990	1970-1980	1980-19	1970-1990
Maghreb	1.33 0.65	-0.06	1.18	0.17	0.63	0.61	
Algérie	-0.54	0.47	1.68	-1.88	-0.02	-0.09	-
Maroc	0.65						
Tunisie	-0.04	-1.34	1.56	0.34	-0.28	0.86	

0.30						
4.57	0.67	0.30	2.05	2.20	1.07	
1.71						

Source : Samouel Beji(2009),op.cit.,p.155.

Tableau III.25. Productivité totale des facteurs comptabilité nationale de A. Bisat et all

	1970-1974 1971-1990	1975-1980	1981-1985	1986-1990	1970-1980	1980-1990	
Maghreb	-0.22	-2.98	2.44	2.09	-1.39	1.44	-0.46
Algérie	-6.26	-1.12	5.09	0.72	-1.17	0.79	-0.95
Maroc	1.89	-1.74	-0.26	4.22	-0.37	1.85	1.27
Tunisie	3.71	-1.74	-0.26	4.22	-0.37	1.85	1.27

Source : Ibid,p.156.

la productivité totale des facteurs durant les années soixante-dix est en moyenne négative pour les pays exportateurs de matières premières tels que l'Algérie et le Maroc. Celle-ci a tendance à baisser pour l'Algérie et à s'améliorer pour la Tunisie et le Maroc.

La baisse du niveau de la PTF en Algérie durant la décennie quatre-vingt peut s'expliquer par la baisse de la performance des secteurs dont la production dépend essentiellement de la variation des prix des matières premières notamment les hydrocarbures. Seule la Tunisie se différencie du groupe par le maintien d'une PTF positive.

En Algérie où la production des matières premières (hydrocarbures, phosphates, gaz naturel) tient une large part dans le produit, l'interprétation de la PTF devient encore plus critique. En effet, la valeur réelle des ressources induites par ces matières premières est un important facteur de production qui doit être pris en compte dans notre analyse. Les grandes crises internationales ont montré que les fluctuations des prix réels des matières premières sont très importantes. L'importante baisse de la PTF dans ces pays durant les années quatre-vingt est plus liée à ce facteur conjoncturel. Nous remarquons en effet, que les fortes baisses sont enregistrées par les pays exportateurs de matières premières tels que l'Algérie.

La lecture graphique ci-dessus nous a ainsi permis de constater l'existence d'un lien apparent entre l'efficacité des facteurs de production mesurée par la productivité totale des facteurs et l'évolution du niveau du produit intérieur brut. La variation du stock du capital semble bien influencer les variations du produit. Afin de renforcer cette constatation, le calcul

d'un autre indicateur nous semble nécessaire. Nous pensons à l'utilisation du coefficient marginal du capital qui mesure le niveau marginal de l'investissement. Ce coefficient est considéré comme le meilleur indicateur de la qualité des investissements dans les études économiques.

1.3.2. Mesure du niveau de l'investissement.

1.3.2.1. Le coefficient marginal du capital.

Le coefficient marginal brut du capital (CMC) qualifié en anglais d'incrémental capital output ratio, est un concept qui est souvent utilisé pour mesurer la productivité de l'investissement. Il exprime le rapport entre l'investissement brut et l'accroissement du produit. Kuznets (1960) était parmi les premiers auteurs à utiliser ce coefficient par une étude comparative entre la productivité de l'investissement de plusieurs pays durant les années cinquante. Ce coefficient a aussi été utilisé par Guillaumont (1985) qui a fait une comparaison entre le CMC des pays industrialisés et plusieurs régions du monde. Il trouve à cet effet que le CMC est plus élevé dans les pays développés que dans les pays en développement avec une tendance à la baisse pour les pays exportateurs de pétrole.

1.3.2.2. Le coefficient marginal du capital en Algérie

Afin de mesurer l'efficacité de l'investissement, nous nous rapportons à la méthode classique du calcul du CMC à savoir l'investissement brut rapporté à l'accroissement du produit. Nous avons décidé de retenir cette méthode plutôt que celle proposée par Guillaumont (1985) car les caractéristiques de développement des pays du 8M& correspondent à celles des pays en développement pour lesquels ce coefficient a été retenu.

Tableau III.26. Coefficient marginal du capital dans les pays

	1970-1974	1975-1980	1981-1985	1986-1990	1970-1980	1980-199	1970-1990
Maghreb	7,37	3,99	2,94	6,26	5,53	4,38	5,09
Algérie	4,70	2.68	3.19	8.43	3.59	5.43	4.65
Maroc	1,66	2.29	2.71	5.03	2.01	3.64	2.90
Tunisie	15,75	7.01	2.92	5.33	10.98	4.07	7.72

Source : Ibid,p.

La première lecture du tableau fait apparaître un coefficient marginal très élevé pour le Maghreb mais avec une tendance à l'accroissement durant les années quatre-vingt. Nous remarquons aussi qu'il existe une grande disparité des coefficients dans des régions où le revenu par tête est relativement comparable.

La variation de la croissance au Maghreb semble ainsi être liée à celle de la productivité. Nous avons pu vérifier en effet, que la baisse de l'efficacité des investissements mesurée par la productivité totale des facteurs et le coefficient marginal du capital, est liée essentiellement à la politique industrielle suivie par ces pays et qui s'est basée sur des répartitions sectorielles (hydrocarbure et phosphate et agriculture) qui génèrent des coefficients de capital élevés. Mais l'arrêt de l'analyse à ce stade d'étude risque de rendre nos conclusions un peu hâtives.

En effet, la croissance du produit peut être influencée indirectement par les pratiques de l'Etat au niveau des décisions d'investissement. Nous entendons par ceci les décisions de financement et le rôle que peut jouer l'Etat dans sa politique d'octroi de crédit aux secteurs prioritaires à travers le secteur bancaire. Autrement dit, nous cherchons à savoir si les politiques de contrôle du système bancaire pratiquées par l'Algérie durant la période pré-réformes ont affecté la croissance par leurs effets sur l'investissement. Il s'agit d'étudier les déterminants financiers de l'investissement.

1 : Samouel Beji(2009),op.cit.,p.156.

Section 3 : Validation empirique de l'impact du développement financier et de la structure financière sur la croissance économique dans le cadre d'un système financier réprimé (1970-1989)

1. Présentation des variables financières et réelles :

On a utilisé le logiciel « spss17 » et la méthode suivie est « enter » .

La méthode économétrique utilisée est la régression variable par variable et par groupes de variables.

Les étapes de la validation empirique sont comme suit :

- Statistiques , qui montre les caractéristiques des variables utilisées ;
- Corrélations, qui fait apparaitre le degré de corrélation entre les variables indépendantes et la variable dépendante ;
- Régression, qui révèle le degré d'impact des variables indépendantes sur la variable dépendante .

Les variables utilisées dans la validation économétrique dans le cadre d'un système financier réprimé sont décrites comme suit :

- La variable expliquée est le taux du PIB qui mesure la croissance économique ,indicateur de le sphère réelle ;
- Les variables explicatives qui mesurent le degré de développement monétaire et bancaire sont scindés en quatre groupes distincts :

*Le premier groupe : DV/BM , $BM/M1$, BM/PIB , $M1/PIB$, $BM/M2$

* Le deuxième groupe : $M2/PIB$, QM/PIB , $QM/M2$

*Le troisième groupe : CB/PIB , CE/PIB , CE/CI , CET/CI , CBC/CET , $CBCM/CET$
 RES/CB

*Le quatrième groupe : TRE

Donc, la validation économétrique recherchée est entre les indicateurs du degré de développement monétaire et bancaire et le taux de croissance économique, indicateur du degré de développement de la sphère réelle.

2. Les variables entrées : Les variables entrées sont présentées dans les deux tableaux ci-dessous :

Tableau III.28. Les indicateurs de développement financier

									%
année	PIB	DV/B M	BM/M 1	BM/PI B	M1/PI B	BM/M 2	M2/PIB	QM/PIB	QM/M 2
1970	9	141	41	20	48	37	54	6	11
1971	-11	117	46	24	52	42	56	4	7
1972	27	133	43	24	55	40	60	5	8
1973	3	130	43	27	62	41	62	4	6
1974	7	129	44	19	44	41	47	3	6
1975	5	139	42	22	52	40	55	3	5
1976	8	120	45	25	56	43	59	3	6
1977	5	121	45	25	56	42	60	4	7
1978	9	116	46	27	59	43	64	5	8
1979	7	101	50	28	52	45	62	6	9
1980	0.90	95	51	26	56	46	58	6	10
1981	3	102	50	25	51	44	57	6	10
1982	6.40	148	40	24	60	37	66	6	9
1983	5.40	150	40	26	65	37	71	6	8
1984	3.30	158	39	24	68	36	74	5	7
1985	3.70	157	39	27	69	35	77	7	10
1986	0.40	125	44	31	69	40	77	7	10
1987	-0.70	119	45	33	72	40	82	11	13
1988	-1	126	44	32	73	38	84	12	14
1989	4.40	100	50	30	59	41	73	14	19

Source : Calculs faits par nos soins.

Tableau III.29. Les indicateurs de développement financier

								%
année	CB/PI B	CE/PI B	CE/C I	CET/C I	CBC/CE T	CBCM/CE T	RES/C B	TR E
1970	27	29	54	46	56	26	3	-
1971	32	34	59	41	64	17	11	-
1972	44	45	72	28	47	28	23	-
1973	53	54	78	22	12	61	26	-
1974	39	40	85	15	0	52	29	-2
1975	47	47	80	20	2	43	27	-
1976	50	50	81	19	28	35	24	-
1977	45	46	74	26	44	27	21	-
1978	49	49	68	32	61	15	14	-
1979	47	47	69	31	54	19	19	-6

1980	42	42	67	33	59	15	17	-
1981	46	46	78	22	39	22	26	-
1982	54	54	76	24	44	17	24	-
1983	57	57	72	28	54	15	17	-
1984	59	59	70	30	57	17	17	-5
1985	60	60	69	31	54	18	13	-
1986	60	60	64	36	65	16	0	-
1987	58	58	59	41	67	15	0	-
1988	55	55	57	43	68	13	0	-
1989	50	50	57	43	69	13	0	-1

Source : Calculs faits par nos soin.

3. Les résultats de la validation empirique :

Tableau III.30.

III.30.1. Les variables entrées

Modèles	Variables Entrées	Méthode
1	crédits à l'économie/ PIB	Enter
2	crédits à l'économie / crédit intérieur	Enter
3	crédits de la banque centrale au trésor / crédits au trésor	Enter
4	crédits des banques commerciales au trésor public / crédits au trésor public	Enter
5	crédits réescomptés / crédits des banques commerciales	Enter
6	taux d'intérêt réel	Enter

III.30.2. Résumé des modèles

Modèles	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,073	,005	-,050	7,08810	
2	,335	,112	,007	6,89172	
3	,358	,128	-,035	7,03743	
4	,396	,157	-,068	7,14871	
5	,402	,161	-,138	7,38030	
6	,456	,208	-,157	7,44136	3,319

III.30.3. Les variables entrées

Modèles	Variables Entrées	Méthode
1	dépôts à vue/ base monétaire	Enter
2	base monétaire / monnaie	Enter
3	base monétaire / PIB	Enter
4	monnaie/ PIB	Enter

5	base monétaire/M2	Enter
6	masse monétaire M2/ PIB	Enter
7	quasi monnaie/ PIB	Enter
8	quasi monnaie/ masse monétaire	Enter
9	crédits des banques commerciales / PIB	Enter

III.30.4. Résumé des modèles

Modèles	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics			
					R Square Change	F Change	df1	df2
1	,175	,031	-,023	6,99695	,031	,571	1	18
2	,182	,033	-,081	7,19145	,002	,040	1	17
3	,318	,101	-,067	7,14682	,068	1,213	1	16
4	,416	,173	-,048	7,08079	,072	1,300	1	15
5	,442	,195	-,092	7,23018	,022	,387	1	14
6	,485	,235	-,118	7,31286	,040	,685	1	13
7	,648	,420	,081	6,63014	,184	3,815	1	12
8	,761	,579	,272	5,90108	,159	4,148	1	11
9	,761	,579	,200	6,18646	,000	,009	1	10

III.30.5. Les variables entrées

1	base monétaire/M2, base monétaire / PIB, base monétaire / monnaie, monnaie/ PIB , dépôts à vue/ base monétaire	Enter
2	quasi monnaie/ masse monétaire, quasi monnaie/ PIB, masse monétaire M2/ PIB	Enter
3	crédits au trésor public / crédit intérieur , crédits des banques commerciales au	Enter

trésor public / crédits au trésor public , crédits réescomptés / crédits des banques commerciales, crédits de la banque centrale au trésor / crédits au trésor, crédits à l'économie/ PIB, crédits des banques commerciales / PIB		
4	taux d'intérêt réel	Enter

III.30.6. Résumé des modèles							
Modèles	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics		
					R Square Change	F Change	df1
1	,442	,195	-,092	7,23018	,195	,678	5
2	,761	,579	,272	5,90108	,384	3,339	3
3	,881	,776	,149	6,37959	,197	,735	6
4	,883	,781	-,042	7,06269	,004	,080	1

4. L'analyse des résultats de la validation économétrique:

*** La relation entre les dépôts à vue par rapport à la base monétaire (DV/BM) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = -0.175DV/BM - 3.455$$

$$\text{Std errors : } (0.086) (10.961)$$

$$\text{T-Statistique : } (0.755) (-0.315)$$

$$F\text{-Statis} = 0.571, R^2 = 0.175$$

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle DV/BM n'explique pas les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à DV/BM , $t = 0.755 < 1.92$;
- F-s = 0.571 ,statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.175$, coefficient de détermination faible .

*** La relation entre la base monétaire par rapport aux disponibilités monétaires (BM/M1) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = 0.327\text{BM/M1} - 45.56$$

$$\text{Std errors: } (3.061) (212.11)$$

$$\text{T-Statistique: } (0.199) (-0.215)$$

$$\text{F-Statist} = 0.04, R^2 = 0.182$$

Du modèle ci-dessus, on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle BM/M1 n'a pas d'influence sur les variations du taux de croissance économique, et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à BM/M1, $t = 0.199 < 1.92$;
- F-s = 0.04, statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.182$, coefficient de détermination faible.

*** La relation entre la base monétaire par rapport au PIB (BM/PIB) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = -0.283\text{BM/PIB} + 28$$

$$\text{Std errors: } (0.488) (221.12)$$

$$\text{T-Statistique: } (-1.101) (0.127)$$

$$\text{F-Statist} = 2.213, R^2 = 0.318$$

Du modèle ci-dessus, on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle BM/PIB n'explique pas les variations du taux de croissance économique, et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à BM/PIB, $t = 1.101 < 1.92$;
- F-s = 2.213, statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.318$, coefficient de détermination faible

*** La relation entre les disponibilités monétaires par rapport au PIB (M1/PIB) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

:
$$TPIB = -1.033M1/PIB - 37.685$$
$$\text{Std errors: } (0.76) (226.529)$$
$$\text{T-Statistique: } (-1.14) (-0.166)$$
$$\text{F-Statist=} 1.3, R^2 = 0.416$$

Du modèle ci-dessus, on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle M1/PIB n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique, et ce selon les résultats qui suivent :

- T-s spécifique à M1/PIB, $t = 1.14 < 1.92$;
- F-s = 1.3, statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.416$, coefficient de détermination faible

*** La relation entre la base monétaire par rapport à la masse monétaire (BM/M2) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = 0.423BM/M2 - 128.084$$
$$\text{Std errors : } (1.55) (273.21)$$
$$\text{T-Statistique: } (0.622) (0.469)$$
$$\text{F-Statist=} 0.387, R^2 = 0.442$$

Du modèle ci-dessus, on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle BM/M2 n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique, et ce selon les résultats qui suivent :

- T-s spécifique à BM/M2, $t = 0.755 < 1.92$;
- F-s = 0.571, statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.175$, coefficient de détermination faible

*** La relation entre la masse monétaire par rapport au PIB (M2/PIB) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = 1,752 M2/PIB - 66,282$$

$$\text{Std errors: } (1,44) (286,245)$$

$$\text{T-Statistique: } (0,828) (0,232)$$

$$\text{F-Statist=} 0,685, R^2 = 0,485$$

Du modèle ci-dessus, on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle M2/PIB n'explique pas les variations du taux de croissance économique, et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à M2/PIB, $t = 0.828 < 1.92$;
- F-s = 0.685, statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.485$, coefficient de détermination faible

*** La relation entre la monnaie quasi par rapport au PIB (QM/PIB) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = 2,161 QM/PIB - 445,936$$

$$\text{Std errors: } (2,569) (324,24)$$

$$\text{T-Statistique : } (1,953) (1,375)$$

$$\text{F-Statist=} 3,815, R^2 = 0,648$$

Du modèle ci-dessus, on accepte l'hypothèse H_1 selon laquelle, il existe une probabilité 95% pour que la variable QM/PIB ait un impact sur les variations du taux de croissance économique, et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à QM/PIB, $t = 1.953 < 1.92$;
- F-s = 3.815, statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.648$, coefficient de détermination au dessus de la moyenne

*** La relation entre la quasie monnaie par rapport à la masse monétaire (QM/M2) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = 2,601\text{QM/M2} - 721,419$$

$$\text{Std errors: } (2,679) \ (318,71)$$

$$\text{T-Statistique: } (2,037) \ (-2,264)$$

$$\text{F-Statist=}4,148 \ , \ R^2= 0,761$$

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle QM/M2 n'explique pas les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à QM/M2 , $t = 2.037 < 1.92$;
- F-s = 4.148 ,statistique de Fisher faible ;
- $R^2= 0.761$, coefficient de détermination faible

*** La relation entre les crédits des banques commerciales par rapport au PIB (CBC/PIB) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = 0,051\text{CBC/PIB} - 695,795$$

$$\text{Std errors : } (0,423) \ (434,246)$$

$$\text{T-Statistique: } (0,092) \ (-1,602)$$

$$\text{F-Statist=}0,009 \ , \ R^2= 0,761$$

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle CBC/PIB n'explique pas et n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats décrits comme suit :

- T-s spécifique à DV/BM , $t = 0.092 < 1.92$;
- F-s = 0.009 ,statistique de Fisher faible ;
- $R^2= 0.175$, coefficient de détermination faible

*** La relation entre Les crédits à l'économie par rapport au PIB (CE/PIB) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = 0.73CE/PIB + 7.653$$

Std errors : (9.529) (0.191)

T-Statistique : (0.803) (-0.31)

F-Statist= 0.96 , R2 = 0.073

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle CE/PIB n'a aucune influence sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats décrits comme suit :

- T-s spécifique à DV/BM , $t = 0.803 < 1.92$;
- F-s = 0.9 ,statistique de Fisher faible ;
- R2= 0.073 , coefficient de détermination faible

*** La relation entre les crédits à l'économie par rapport au crédits intérieurs (CE/CI) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = 0.105CE/CI - 8.722$$

Std errors: (14.74) (0.187)

T-Statistique : (-0.592) (0.456)

F-Statist= 1.071 , R2= 0.335

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle CE/CI n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à DV/BM , $t = 0.592 < 1.92$;
- F-s = 1.071 ,statistique de Fisher faible ;
- R2= 0.335 , coefficient de détermination faible

*** La relation entre les crédits des banques commerciales par rapport crédits à l'économie au Trésor Public (CBC/CET) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = 0.171\text{CBC/CET} - 22.601$$

$$\text{Std errors : } (29.353) (0.215)$$

$$\text{T-Statistique : } (-0.77) (0.649)$$

$$\text{F-Statis} = 0.786, R^2 = 0.358$$

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle CBC/CE n'explique pas les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats suivants:

- T-s spécifique à CBC/CET , $t = 0.77 < 1.92$;
- F-s = 0.786 ,statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.358$, coefficient de détermination faible

*** La relation entre les crédits des banques commerciales par rapport aux crédit à l'économie au Trésor Public (CBCM/CET) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = 0.19\text{CBCM/CET} - 48.457$$

$$\text{Std errors : } (47.02) (0.219)$$

$$\text{T-Statistique : } (-1.031) (-0.706)$$

$$\text{F-Statis} = 0.689, R^2 = 0.396$$

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle CBCM/CET n'a aucune influence sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à DV/BM , $t = 1.031 < 1.92$;
- F-s = 0.689,statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.396$, coefficient de détermination faible

*** La relation entre le taux de réescompte (TRE) et le taux de croissance économique (IPIB) :**

$$\text{PIB} = 0.055\text{TRE} - 27.695$$

Std errors : (63.724) (0.314)

T-Statistique: (-0.435) (-0.7144)

F-Statist= 0.57 , R²= 0.456

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle TRE n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à DV/BM , $t = 0.435 < 1.92$;

F-s = 0.57 ,statistique de Fisher faible ;

- R²= 0.456 , coefficient de détermination faible.

5. Commentaire sur les résultats de la validation empirique :

***Corrélaton** : il n'existe pas de corrélation significative entre les groupes de variables et le taux de croissance économique .

***Régression** : seul le deuxième groupe de variables qui est significatif à 90%

ANALYSES :

*Faible corrélation entre le sous-développement bancaire (sous-intermédiation bancaire ,intermédiation bancaire passive) et le taux de croissance économique, indicateur du développement de la sphère réelle ;

*Le développement monétaire (monétisation disproportionnée) a eu un impact sur les variations du taux de croissance dans le cadre d'une structure financière déficiente caractérisée par une économie d'endettement sous-développée couplée à un système financier réprimé .

Les caractéristiques et les contraintes structurelles et institutionnelles de l'économie en développement d'endettement centralement planifiée, propres à l'économie algérienne ont influés sur le rôle, l'étendue et l'efficacité possible de l'intermédiation financière.

En effet, le cadre macroéconomique caractérisé par:

L'adoption d'une planification centralisée et impérative comme mode de gestion et de régulation de l'économie - corollaire d'un assujettissement du système financier au plan -, l'importance accordée à la gestion globale du processus économique menée essentiellement en termes de grandeurs physiques - qui repose implicitement sur la passivité et la rigidité des régulateurs financiers qui sont restés d'ailleurs un élément endogène au système de régulation directe de l'économie - et la stratégie de surinvestissement et d'industrialisation à tout prix qui nécessite l'omniprésence de l'Etat; et l'environnement institutionnel, notamment financier, sclérosant et asphyxiant caractérisé .

Une structure financière administrée, figée et déficiente synonyme d'un système financier rudimentaire et non concurrentiel, un système bancaire à un niveau synonyme de l'automatisme du financement - refinancement et d'un système d'offre de monnaie à « multiples-canaux » - synonyme d'une contrainte monétaire inorganisée et lâche - , un modèle budgétaire du système financier, une segmentation monétaire de l'économie et d'une gestion administrative du taux de change - corollaire d'une surévaluation artificielle du dinar qui ont favorisé le laxisme de la politique monétaire - régulation monétaire passive - et son corollaire la sous-intermédiation financière.

L'inefficacité fonctionnelle, notamment par la promotion des ressources de refinancement monétaire pour le financement des investissements planifiés, de l'intermédiation financière pratiquée par les institutions financières, a constitué l'un des symptômes de sa déficience .

Conclusion.

L'objectif de ce chapitre était d'analyser l'impact de la répression financière sur la croissance économique au Maghreb. Pour cela nous avons commencé notre étude par l'analyse de l'évolution de la croissance durant la période pré-réformes. Nous avons constaté que le taux de croissance était plus élevé que celui du reste du monde durant la décennie soixante-dix et qu'il a baissé progressivement durant les années quatre-vingt sans atteindre toutefois des niveaux négatifs. Mais la baisse du niveau de vie à travers la baisse du produit par tête était plus apparente durant cette période.

Par la suite nous nous sommes penchés sur l'étude de la relation entre l'investissement et la croissance afin de vérifier si la baisse du produit n'était pas liée à celle du volume d'investissement. Cette étude nous a conduit à remarquer que le lien entre la croissance du produit et l'accumulation du capital au Maghreb n'est pas évidente. C'est la raison pour laquelle nous avons poussé notre étude à l'examen de la relation entre les variations de croissance et les facteurs de rentabilité.

La mesure de la rentabilité a été possible par la prise en compte de l'efficacité des facteurs de production. Deux coefficients ont été retenus dans ce sens : la productivité totale des facteurs (PTF) et le coefficient marginal du capital (ICOR). Ces deux coefficients ont révélé qu'il existe bien une relation entre l'évolution du produit et l'efficacité des investissements au Maghreb. La relation entre la croissance et l'investissement ne repose pas seulement sur les variations du volume d'investissement mais est liée aussi à sa faible efficacité.

En ce qui concerne le mode de financement des investissements, notre étude s'est penchée sur l'analyse des composantes de l'épargne nationale. Cette étude a montré que le financement de l'investissement reposait plus sur l'épargne intérieure au Maghreb.

Il ressort de cette analyse que l'effet de la répression financière sur la croissance est lié à la fois à l'efficacité de l'investissement et à son mode de financement. La faible efficacité des investissements peut s'expliquer par les choix entrepris au moment d'investir. Ces choix répondaient plus aux orientations des politiques économiques qui optaient souvent pour des investissements lourds à caractère social.

Les politiques de réformes entreprises par ces pays doivent de ce fait pallier les erreurs passées et promouvoir l'initiative privée à travers des réformes financières rigoureuses qui permettront au secteur bancaire de bien jouer son rôle d'intermédiaire financier. Le chapitre suivant nous permettra de savoir qu'elles ont été les objectifs et les réalisations de la politique de libéralisation entreprise par l'Algérie durant les années quatre-vingt-dix.

Chapitre 2 : Politique de libéralisation financière et impact du développement financier et de la structure financière sur la croissance économique

Les réformes financières en Algérie ont commencé après une longue période de répression durant laquelle l'Etat avait un contrôle total sur les opérations des intermédiaires financiers. Cette situation a créé un environnement financier faiblement développé qui opérait dans une économie dont les revenus dépendaient essentiellement de l'étranger (revenus des exportations des hydrocarbures). Une stabilité économique artificielle soutenue par une forte entrée de devises a permis à ce système de fonctionner jusqu'au choc financier des années quatre-vingt.

Notre démarche a consisté à nous demander si les réformes financières menées au sein du pays ont donné une place plus importante au développement boursier ou au développement du secteur bancaire en place et quels étaient les impacts de la politique de libéralisation financière sur les principaux indicateurs financiers et économiques. Pour répondre à cette question, nous avons effectué une analyse quantitative des réformes financières dans le cadre de l'application de libéralisation financière afin d'appréhender le poids de chaque type de financement dans les par le biais des indicateurs de développement financier et leur évolution dans le temps.

Ensuite, il nous a semblé très important de savoir quel type de système financier devrait être favorisé dans le financement de l'économie au sein du pays, le système financier fondé sur les banques ou celui basé sur les marchés financiers.

Notre méthode empirique a consisté à observer l'effet des valeurs des indicateurs financiers sur le taux de croissance de PIB à long terme (1990-2008) dans l'objectif d'isoler la contribution de chaque type de financement (direct ou indirect) à la croissance de long terme. Pour y parvenir, nous avons utilisé un modèle linéaire simple.

Le deuxième chapitre met la lumière sur la nature de la relation entre le développement et l'architecture du système financier dans le cadre d'une politique de libéralisation. Il traite des réformes financières dans le cadre de la libéralisation financière, de l'impact de la politique de libéralisation financière sur la double sphère réelle et financière et de la validation empirique de l'impact du développement et de l'architecture du système financier sur la croissance économique sous l'égide d'une politique de libéralisation.

Section 1 : Réformes financières dans le cadre de la politique de libéralisation financière

1. les différents aspects de la libéralisation financière en Algérie

Les réformes financières en Algérie ont commencé après une longue période de répression durant laquelle l'Etat avait un contrôle total sur les opérations des intermédiaires financiers. Cette situation a créé un environnement financier faiblement développé qui opérait dans une économie dont les revenus dépendaient essentiellement de l'étranger (revenus des exportations des hydrocarbures). Une stabilité économique artificielle soutenue par une forte entrée de devises a permis à ce système de fonctionner jusqu'au choc financier des années quatre-vingt. A la veille des réformes un ensemble de déséquilibres macroéconomiques et financiers a caractérisé cette économie. Nous nous arrêterons dans ce paragraphe sur les principales caractéristiques de ces déséquilibres en précisant les aspects des réformes financières liées à la libéralisation suivies par ce pays.

1.1. Le contexte macroéconomique global à la veille des réformes.

A la veille des réformes, la situation macroéconomique en Algérie présentait différents niveaux de déséquilibres. Mais ces déséquilibres n'étaient pas comparables à ceux des pays latino-américains. La croissance économique était restée à des niveaux raisonnables. Le volume d'investissement financé dans sa majorité par l'épargne intérieure était élevé et le taux d'inflation, bien qu'élevé, n'avait pas atteint les niveaux observés dans les pays de l'Amérique Latine. L'instabilité apparaissait notamment à travers l'importance du déficit budgétaire et le faible niveau des taux nominaux qui, additionné au taux d'inflation, présentaient des taux réels négatifs. De même, le volume de la masse monétaire en pourcentage du produit avait atteint des niveaux inquiétants traduisant en partie la croissance de l'inflation.

L'équilibre externe était plus alarmant. Celui-ci apparaissait à travers la situation de la balance des paiements et de la dette extérieure. La balance courante par exemple présentait un solde négatif. Le déficit de la balance commerciale exprimait bien la dégradation de la situation des exportations. Le taux de couverture présentait des signes de faiblesse notamment. La dégradation de la situation externe s'exprimait aussi par la baisse du volume des réserves en devise qui ne couvraient pas plus d'un mois d'importation.

Tableau III.32. Principaux indicateurs économiques à la veille des réformes.

III.32.1. Taux de croissance du PIB											
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Algérie	5,40	5,60	3,70	-0,70	-1,00	-1,00	4,40	0,80	-1,20	1,80	-2,10

Source : Ministère des finances , rapports annuels 1983-1993.

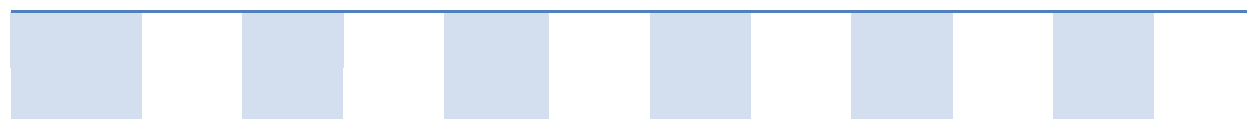
III.32.2. Taux d'inflation (prix de 1995)											
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Algérie	5,40	7,59	12,43	17,02	7,64	3,80	4,37	23,80	21,08	25,88	23,69

Source : Ministère des finances , rapports annuels 1983-1993.

III.32.3. Déficit primaire en % PIB											
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Algérie	-1,79	3,70	2,06	10,10	-6,40	-10,30	0,00	5,30	3,50	1,00	1,80

Source : Ministère des finances , rapports annuels 1983-1993.

III.32.4. Masse monétaire en % du PIB											
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Algérie	70,98	73,80	76,77	76,55	82,47	91,56	78,64	61,78	49,16	50,64	55,86



Source : Banque d'Algérie , rapports annuels 1983-1993.

III.32.5. Taux réels sur les dépôts

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Algérie	-2,40	-4,59	-9,43	-	-3,64	0,02	3,63	-	-	-17,88	-15,69
				13,02				15,80	13,08		

Source : Banque d'Algérie , rapports annuels 1983-1993.

III.32.6. Epargne intérieure en % du produit

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Algérie	39,71	37,41	37,76	29,52	29,38	27,44	30,41	26,81	37,55	33,15	27,74

Source :Ministère des finances , rapports annuels 1983-1993.

III.32.7. Epargne nationale et transferts en % du PIB

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Algérie	-37,69	34,99	35,70	28,47	27,86	24,70	27,98	23,98	33,16		

Source : Ministère des finances , rapports annuels 1983-1993.

III.32.8 Accumulation brute du capital fixe en % du PIB

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Algérie	34,36	33,48	32,44	34,46	26,69	26,24	27,12	26,97	25,86	27,07	27,01

III.32.9. Solde de balance courante en % du PIB

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Algérie	-0,17	0,14	1,75	-3,50	0,21	-3,45	-1,94	2,29	5,18		

Source : Ministère des finances , rapports annuels 1983-1993.

III.32.10. Service de la dette en % du PIB

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Algérie	9,35	9,44	8,42	8,27	8,25	11,57	13,88	14,01	17,57	16,92	18,62

Source : Ministère des finances , rapports annuels 1983-1993.

A la veille des réformes, la croissance du service de la dette est venue déstabiliser encore plus l'équilibre externe. Les réformes bancaires en Algérie durant les années quatre-vingt n'ont pas permis de rétablir l'équilibre devant une pénurie de biens de consommation et le

développement des marchés parallèles de devise.

Face à la gravité du déséquilibre économique, le gouvernement Algérien rapproché, des institutions de Bretton-Woods afin de mettre en place un programme d'ajustement structurel. L'objectif de ce programme était de remédier aux déséquilibres les plus importants tels que le déficit budgétaire, l'inflation, le sous approfondissement du marché financier ainsi que la libéralisation du marché des changes et du commerce extérieur. Le programme d'ajustement structurel adopté se distingue par son caractère global et très progressif. Le calendrier des réformes a tenu compte de tous les secteurs de l'économie

2. la réforme de l'activité financière en Algérie.

L'évolution de tout système économique et financier est souvent tributaire des orientations du gouvernement en matière de politique économique. L'évolution du système financier en Algérie n'est pas sortie de cette règle. Toutes les évolutions par lesquelles ce système est passé traduisaient clairement l'idéologie pays en matière de politique économique qu'il a choisie. Les réformes financières entreprises ne sont qu'une autre preuve du changement de ces politiques. Ce paragraphe a pour objectif de montrer les effets de ces choix sur l'évolution du système bancaire avant de rappeler les principales réformes entreprises dans le domaine de la restructuration et de la supervision bancaire.

2.1. Situation du système bancaire à la veille des réformes.

La situation du système bancaire En Algérie à la veille des réformes présentait le résultat d'un long processus de gestion centralisée caractérisée par la dominance de l'Etat sur le système de gestion des crédits. La plupart des banques étaient ainsi de simples caisses ouvertes pour combler les besoins de financement des projets d'investissement de l'Etat. les banques n'avaient pas d'autres choix que de s'orienter vers le financement des investissements afin de bénéficier des avantages que la Banque Centrale offrait au refinancement de certains crédits .

Le système bancaire algérien était entièrement centralisé et se caractérisait par son étroitesse et la spécialisation de ses banques. Celles-ci en nombre de cinq prenaient en charge le financement des investissements d'un même secteur. En effet, les entreprises avaient l'obligation de concentrer leurs comptes bancaires et leurs opérations d'exploitation au niveau

d'une seule Banque" (loi de finances pour 1971). La décision d'investir est prise en dehors de la banque. Celle-ci doit uniquement exécuter la décision de financement quelle que soit la solvabilité de l'entreprise ou la rentabilité du projet du moment que celui-ci a été accepté par l'administration centrale.

De ce fait, la banque n'avait aucune appréciation à apporter sur les prêts à accorder aux investissements autorisés par le Plan. L'appréciation du risque s'est transformée en simple gestion bureaucratique des procédures prescrites par la réglementation. Le rôle de la banque se limitait ainsi à celui d'une simple « caisse de distribution de fonds » bénéficiant, pour les prêts qu'elle accordait, de la garantie implicite de l'Etat. La seule liberté d'action des banques était celle liée à l'appréciation des risques du secteur privés. Le crédit au secteur privé était cependant, très marginal et n'a jamais dépassé 5% de l'ensemble des crédits accordés au cours des années 70 et 80.

Les conséquences directes à cette politique étaient la croissance des créances irrécouvrables dans le portefeuille des banques. Le Trésor intervenait périodiquement pour assainir la situation financière des entreprises publiques fortement déficitaires, dont les créances impayées affectaient négativement la trésorerie des banques. Des prêts de restructuration étaient offerts aux entreprises entraînant par la même des transferts de fonds vers les banques. Ces transferts devaient éponger une partie des découverts et permettre ainsi aux entreprises de redevenir bancables.

La croissance des déséquilibres financiers des entreprises et celui des banques a poussé les autorités à alléger la charge de ces dernières en leur accordant plus d'autonomie financière et ce par la promulgation d'une nouvelle loi bancaire en 1986. Le Trésor s'est désengagé progressivement du processus de financement des investissements des entreprises publiques et la Banque Centrale a retrouvé une partie de son autorité dans la conduite de la politique monétaire. Cette loi a consacré aussi le concept de banques universelles qui donne le droit aux banques de dépôts de procéder aux opérations financières qui étaient une exclusivité des établissements de crédits spécialisés.

Mais l'héritage de vingt années de procédures centralisées additionné à une conjoncture économique en décroissance n'a eu aucune conséquence sur la trésorerie des banques malgré

la promulgation d'une nouvelle loi sur la monnaie et le crédit en 1990. Au contraire la situation financière des banques a continué à se dégrader entraînée par celle des entreprises publiques qui restaient ses principaux clients. A la veille des réformes le portefeuille des banques présentait un montant de crédits insolubles de 275 milliards de dinars, soit 23% du produit pour l'année 1992 uniquement, (Nashashbi et al,1998).¹

Toutes ces caractéristiques ont donné un système bancaire très étroit dont l'intermédiation est restée limitée dans les activités classiques. Aucune innovation n'a été observée en cette période. Ces faiblesses structurelles et organisationnelles ont montré la vulnérabilité du système bancaire suite à la crise économique des années quatre-vingt. Les réformes entreprises par les autorités depuis 1986 ont visé, entre autres, la redynamisation de ce secteur.

2.2. La restructuration du système bancaire.

En Algérie, la restructuration bancaire ne présentait pas une réelle urgence. Malgré une situation financière défailante, aucune menace de faillite ne caractérisait le système bancaire dans cette région en raison notamment de la garantie de l'Etat. C'est la raison pour laquelle, la restructuration était encore plus lente et ne se faisait qu'au cas par cas.

Tableau III.34. Les différentes méthodes de restructuration bancaires en Maghreb.

	Algérie	Tunisie	Maroc
Liquidation	2003	2001	Non
Privatisation	Non	2001	1995
Fusion	non	1988-2003	1999-2003
Recapitalisation	1996et 1997	Non	Non
Nouvelles banques	1998	Non	1992

Source : Ibid, p.185.

En Algérie, la question de la restructuration bancaire reste encore en discussion en raison du retard qu'a accumulé ce pays dans la mise en place des réformes. Des négociations sont encore en cours sur la nécessité de privatiser les banques publiques compte tenu de leur persistante défaillance financière. Les discussions ont permis de choisir la Banque de

Développement Locale (BDL) comme première banque à privatiser en raison de l'assainissement de ses créances et du caractère régional de ses activités. Mais jusqu'à nos jours la privatisation de la BDL n'a pas encore eu lieu.

Par ailleurs des projets d'assainissement des quatre banques publiques sont entrés en vigueur à partir de 1992. Ces opérations ont exigé de l'Etat des transferts budgétaires très importants. A titre d'exemple, l'Etat a pris en charge entre 1992 et 1993, 275 milliards de dinars de créances improductives sur les entreprises publiques en échange d'obligations d'Etat. D'autres obligations ont été émises entre 1996 et 1997 par le Trésor pour un montant de 33 milliards de dinars afin de recapitaliser quatre banques publiques et la Caisse d'épargne. En outre, les banques commerciales ont reçu entre 1991 et 1996, 217 milliards de dinars en espèces, dont 80% pour compenser les pertes de change sur emprunts extérieurs. Enfin, en 1997, l'Etat a converti 187 milliards de dinars de créances improductives en bons du Trésor. Ces créances constituaient 24% de l'encours du crédit à l'économie pour l'année 1996. Enfin et afin d'ouvrir le système bancaire à la concurrence privé et étrangère, le législateur a accordé des autorisations de constitution à neuf nouvelles banques. C'est ainsi que le paysage bancaire algérien s'est doté de trois établissements à capitaux étrangers, deux établissements mixtes et quatre établissements privés nationaux. Le système bancaire algérien s'est ainsi élargi pour présenter en décembre 2004, 7 banques publiques dont une banque de développement, douze banques privées, cinq établissements financiers (dont deux publics) et deux sociétés de leasing. Mais la lenteur dans l'application des nouvelles règles prudentielles a conduit à la faillite de deux de ces banques en 2003 en raison notamment de leurs opérations frauduleuses.

2.3. Les règles de régulation et de supervision bancaire.

Les dysfonctionnements du système bancaire n'étaient pas liés à l'inexistence de ces règles mais plutôt à leur négligence de la part des banques. La défaillance des banques a mis en lumière l'importance de ces règles et la nécessité de les respecter. De nouvelles mesures ont ainsi concerné la solvabilité, la liquidité bancaire, les provisions des actifs, l'assurance des dépôts et l'audit.

2.3.1. Les normes de solvabilité bancaire.

La mise en place du ratio de solvabilité a été introduit dès le début des réformes. Quant à l'Algérie, l'application de ce ratio n'est entrée en vigueur qu'en 1996. Son application a été progressive. Il a été fixé au départ à 4% puis à 8% en 1999. Mais la conformité des banques à ce ratio n'a été effective qu'en 2002.

2.3.2 les normes relatives a la répartition des risques.

La pratique des règles de répartition des risques était pratiquement inexistante dans le système bancaire. Ces règles ont été ainsi introduites afin de préserver les banques des risques liés aux crédits accordés à un seul client. Le coefficient de répartition des risques est généralement obtenu en faisant le rapport entre les risques encourus (pondérés) et les fonds propres nets.

En Algérie, deux taux relatifs à la répartition des risques ont été appliqués depuis juillet 2004. Le premier est relatif aux individus et se subdivise en deux taux : un taux de 25% des fonds propres pour les clients et un taux de 20% pour les dirigeants ou actionnaires de la banque sous réserve d'une autorisation préalable du conseil d'administration. Le second limite les grands risques à 10 fois les fonds propres de la banque.

Par ailleurs et depuis la libéralisation du commerce extérieur, la Banque d'Algérie a mis en place un ratio d'encadrement des engagements extérieurs d'une banque ou d'un établissement financier. Celui-ci ne doit pas dépasser 4 fois les fonds propres de l'établissement. Le tableau ci-dessous résume des dates d'introduction et d'application des règles de régulation dans la région en Maghreb.

Tableau III.35. Application des ratios de gestion prudentielle au Maghreb

	Algérie	Tunisie	Maroc
Solvabilité	1996-1999	1986-1999	1985-1992
Liquidité	2004	2001	1982
Constitution		1991	1993
Répartition	2004	1991-1999	1977-2000

Source : Ibid, p.188.

2.4 le fond d'assurance des dépôts.

Tout système bancaire est sujet aux problèmes de faillite s'il n'existe pas de règles de gestion adéquates qui le protège. La faillite d'une banque peut contaminer tout le système bancaire et provoquer ainsi un risque systémique. Afin d'éviter de tels risques, il est souvent conseillé d'accompagner les règles prudentielles et de supervision par un système d'assurance de dépôts qui protège les déposants de tout risque de faillite bancaire.

En Algérie, la décision de créer une société de garantie des dépôts est entrée en vigueur depuis 1997 mais aucune explication sur les modalités de cotisation et de remboursement n'a

été annoncée. Cette société est devenue fonctionnelle en juin 2003 quelques jours seulement avant la mise en faillite de la banque Khalifa, une banque privée créée en 1998. Une année après cette mise en faillite, un communiqué de la Banque d'Algérie publié en juillet 2004 a annoncé ces modalités. Ainsi l'alimentation de ce fonds se fait par versement d'une prime annuelle de la part des banques et du Trésor public et l'indemnisation des déposants intervient dans un plafond de 600.000 dinars par déposant quel que soit le nombre de dépôts et la devise concernée. L'indemnisation doit se faire dans un délai de trois mois à compter de la date à laquelle l'indisponibilité des dépôts a été déclarée par la commission bancaire

2.5 Réforme et réorganisation de la bourse des valeurs mobilières.

En Algérie, la gestion centralisée de l'économie n'a pas permis la présence d'un tel marché. Ce dernier n'a commencé à exister qu'après les réformes de 1994. En effet, un décret instituant la création d'une BVM a été promulgué en mai 1993 mais le marché n'a été inauguré qu'en juillet 1999 pour entrer en activité deux mois après. Les transactions mobilières restent timides après 5 années de fonctionnalité mais l'activité de ce marché a été considérée par les spécialistes locaux comme un premier pas vers la modernité financière.

2.6. L'ordre de réformes adopté : Le tableau ci-dessous indique l'ordre de réformes par les pays du Maghreb :

Tableau III.36. l'ordre de réformes adopté au Maghreb.

	Algérie	Maroc	Tunisie
1^{ère} étape.			
- Stabilisation économique	1990-1994	1983	1986
- Assainissement, restructuration régulation bancaire	1992-1997	1995-2003	1988-2001
2^{ème} étape			
- introduction et /ou développement d'instruments de contrôle monétaire indirect	1995-1996	1983-1995	1987
- renforcement des règles de régulation et de supervision.	1996-2004	1993	1991-2001
3^{ème} étape			
- Entre de nouvelles institutions	1998	1992	-
- Assouplissement du contrôle des taux	1990-1994	1990	1987
4^{ème} étape			

Libéralisation complète des taux	1995	1996	1996
----------------------------------	------	------	------

Source : Jude C. EGGOH ,croissance économique et développement financier :éléments d'analyse théorique et empirique, Université d'Orléans,p.220.

Il est très délicat de tirer des conclusions à ce niveau d'analyse car il faut savoir que chaque gouvernement est libre de suivre l'ordonnancement qui lui semble le plus adapté à son système économique.

Mais il semble clair d'un point de vue général et même si la théorie n'est pas très avancée sur la question, qu'il est préférable de respecter un certain ordre afin de permettre aux institutions de s'habituer aux nouvelles méthodes de gestion du marché et aussi afin d'éviter les conflits de mesures. Reste à savoir si la méthodologie suivie par le pays leur a tout de même permis d'atteindre l'approfondissement financier visé au début des réformes.

Section 3 : Conséquences des réformes financières sur les sphères financière et réelle.

L'analyse de la libéralisation financière en Algérie effectuée dans le chapitre précédent a permis de remarquer que la pratique des réformes financières ne correspondait pas à l'ordre défini par la théorie de la libéralisation. Chaque économie suit un ordre qui lui est propre. Il serait ainsi intéressant de connaître les résultats des réformes.

Dans les pays en développement les banques constituent le principal acteur du système financier. Le marché boursier joue un rôle secondaire. Les effets de la libéralisation vont de ce fait apparaître plus, à travers l'amélioration de l'intermédiation bancaire. Mais ces effets sont souvent retardés par d'autres facteurs macroéconomiques qu'il convient d'analyser.

Section 1 : les effets de la libéralisation sur l'activité financière.

Bien que l'activité bancaire reste dominante dans le système financier, la libéralisation financière a permis une certaine redynamisation du marché boursier. Nous proposons dans cette section d'analyser l'évolution des deux secteurs (paragraphe 1). Nous discuterons plus longuement, par la suite, des obstacles qui retardent l'approfondissement financier dans ces pays .

1. Evolution de l'activité financière.

L'objectif de ce paragraphe est de mettre l'accent sur l'évolution de l'activité financière durant la période post-réforme. Nous entendons par ceci, l'analyse de l'évolution de l'activité

bancaire et boursière. Le processus des réformes financières a concerné aussi des mesures de stabilisation économiques comme un préalable à la libéralisation. Nous nous arrêterons sur les principaux résultats de ces mesures.

1.1 La stabilisation économique durant la période post- réformes.

Les mesures de stabilisation économique en Algérie ont consisté notamment à réduire le niveau de l'inflation, à stabiliser le déficit budgétaire et à orienter son financement par les mécanismes du marché. Les résultats n'ont pas été cependant concluants. Bien que le taux d'inflation ait été rapidement réduit et maintenu à des taux raisonnables, le niveau du solde budgétaire n'a pas atteint les objectifs escomptés au début des réformes. Celui-ci est resté négatif et s'est même dégradé.

Tableau III.37. Evolution du Solde budgétaire primaire (en % du PIB) durant la période post- réforme.

	année de début des réformes	1992	1994	1996	1998	2000	2002	2003
Algérie	-28,97	n.a	n.a	n.a	0,3	-13,7	-3,6	-
Maroc	5,9							
Tunisie	-5,23	3,4	2,4	3,2	-2,5	-6,4	4,3	
	2,7							
	-2,79	-3,2	-3,01	-4,2	-1,27	-2,44	-2,3	
	2,5							

Source : Djelassi.M(2010) , op., cit.,p. 12.

L'importance du déficit budgétaire revient essentiellement aux grands déboursements que ces Etats ont fait pour financer les banques en souffrances ou pour restructurer les établissements financiers en déséquilibres (Algérie). Toutefois des efforts considérables ont été engagés afin de réduire le financement monétaire du déficit budgétaire par l'introduction de nouveaux instruments d'emprunt (titres publics notamment). Mais l'important besoin financier dans certains pays les a souvent poussés à maintenir ce type de financement à des niveaux relativement élevé .Dans les autres pays le financement monétaire a été remplacé soit par le financement externe (Tunisie) ou par le recours au financement domestique non bancaire (Maroc).

Tableau III.38. Mode de financement du budget au Maghreb durant la période post-réformes

Maroc	1991	1995	1997	1999	2000	2001	2002	2003
Financement total	100	100	100	100	100	100	100	
1-étranger	100							
2-domestique	90,26	-21,81	-52,00	n.a	n.a	-51,99	-64,34	
2-1 non bancaire	50,19							
2-2 bancaire	9,74	130,74	152,00	n.a	n.a	152,05	164,81	
2-3 autorités monétaires	150,19							
	2,81	38,27	107,55	n.a	n.a	193,66	212,72	
	163,44							
	21,80	-9,79	31,70	n.a	n.a	59,55	65,36	
	1,19							
	-14,87	107,25	12,74	n.a	n.a	-101,38	-6,60	
	14,44							
Tunisie	1991	1995	1997	1999	2000	2001	2002	2003
Financement total	100	100	100	100	100	100	100	100
1-étranger	100							
2-domestique	40,53	50,79	71,44	40,18	-7,85	109,45	124,64	103,40
2-1 non bancaire	59,47	49,21	28,56	59,82	107,85	-9,55	-18,07	-3,40
2-2 bancaire	n.a	30,90	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
2-3 autorités monétaires	12,77	-9,23	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Autres financements	-6,38	6,27	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Autre financement domestiques	53,09	22,89	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Autre locales	n.a	-1,63	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Algérie	1991	1995	1997	1999	2000	2001	2002	2003
Financement total	100	100	100	100	100	100	100	100
1-étranger	40,41	91,71	59,74	-114,06	24,37	77,08	750	
2-domestique	56,16							
2-1 non bancaire	59,59	8,28	40,26	214,06	75,63	22,92	-650	
2-2 bancaire	43,82							
Dont banque centrale	-38,36	-9,02	-21,63	100,00	-26,63	-77,78	-490	-
	74,16							
	97,95	17,30	61,89	114,06	102,26	100,69	-160	
	117,98							
	11,64	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
	n.a							

Ssource :

Le maintien du financement bancaire en Algérie laisse penser que le seignuriage reste un moyen de financement important du déficit budgétaire et que l'utilisation des nouveaux instruments de financement indirects n'a pas été optimale. Cette idée est devenue plus claire

lorsque nous avons calculé le seigneurage en pourcentage du produit.

Tableau III.39. Seigneurage en pourcentage du produit au Maghreb

	1983	1986	1989	1991	1993	1995	1998	1999	2000	2001	2002
	2003										
Algérie	5,07	5,83	10,75	17,74	19,10	25,32	26,76	18,78	16,12	19,83	22,30
Maroc	25,30										
Tunisie	1,06	3,49	1,65	6,39	1,76	-0,87	6,23	0,33	1,85	6,04	5,5
	9,47										
	0,73	0,49	0,78	0,97	0,49	0,48	0,53	0,62	0,53	0,44	0,53
	0,44										

Source : Djelassi Mouldi , opu,cit,p.20.

En effet, la plus part des pays du Maghreb (Algérie. Maroc) ont maintenu le seigneurage comme moyen de financement budgétaire ce qui confirme l'idée selon laquelle les pays dans lesquels le niveau de seigneurage est élevé durant les premières phases de stabilisation, préfèrent préserver le même niveau de seigneurage L'importante augmentation du niveau du seigneurage dans ces pays laisse croire qu'aucun effort de réduction de ce type de financement n'a été engagé. Cette remarque est très nette pour le cas de l'Algérie.

Les mesures de stabilisation engagées n'ont ainsi apporté aucune amélioration budgétaire. Les déficits ont continué à être important et avec eux le seigneurage. Les mesures de stabilisation ont permis toutefois de réduire le taux d'inflation .

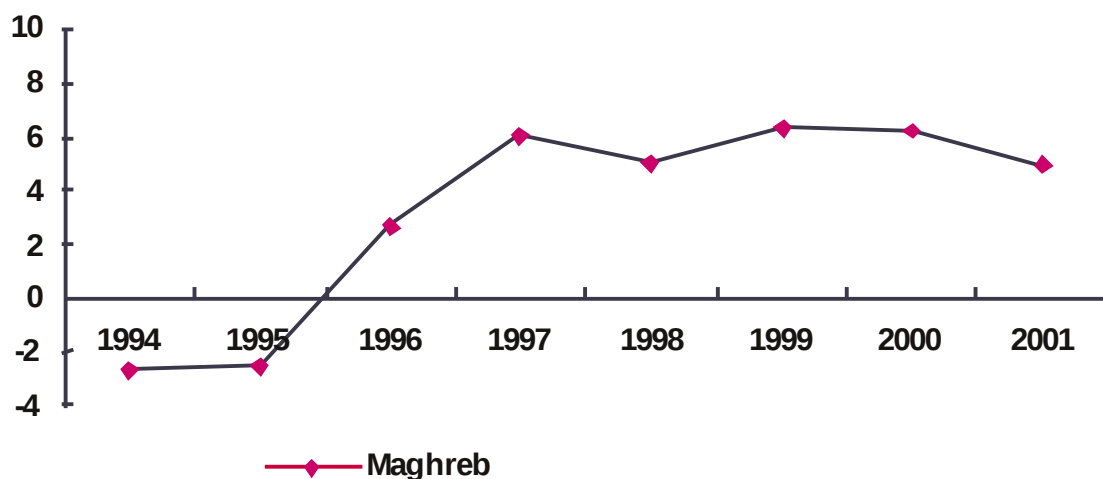
1.2 Evolution des taux d'intérêt.

Le graphique ci-dessous représente l'évolution des taux réels sur les dépôts au Maghreb durant la période post-libéralisation. Ces taux ont été calculés par la différence entre les taux nominaux et la variation de l'indice des prix à la consommation. Un meilleur calcul des taux aurait été préférable en tenant compte de l'indice des prix de gros comme l'a souligné McKinnon (1989), mais cette statistique n'était pas disponible pour l'ensemble des pays. Nous avons choisi 1994 pour débiter notre analyse. Ce choix n'est pas arbitraire; il est lié à la date de déréglementation des taux en Algérie, dernier pays à entamer les réformes.

Nous entendons par dépôts, les dépôts à 3 et à 12 mois pour lesquelles les données ont été disponibles. Les données pour le Maroc sont des taux moyens pondérés alors que

pour la Tunisie, les données sont des taux moyens calculés à partir des taux.

Graphique III.1. Evolution des taux sur les dépôts au Maghreb



Source :I bid,p.

La libéralisation des taux a ainsi favorisé le retour à des taux réels positifs. Le niveau élevé de l'inflation est à l'origine de la croissance des taux nominaux en début de période. Les taux ont baissé progressivement par la suite pour atteindre des niveaux raisonnables en conséquence de la baisse de l'inflation.

L'analyse de l'évolution des taux devient plus pertinente si nous considérons l'écart entre les taux débiteurs et créditeurs. Nous avons choisi de comparer cet écart avec d'autres pays émergents afin de pouvoir évaluer le coût d'intermédiation bancaire avant et après la période de réformes. Cet indicateur, nous révèle que malgré la libéralisation des taux dans l'ensemble des pays du Maghreb, les banques ne semblent pas bénéficier d'une forte marge de manœuvre dans la fixation des taux. Cette contrainte peut s'expliquer par le fait que la plus part des banques restent encore des banques étatiques comme est le cas des banques en Algérie et sont obligées de ce fait, de se conformer aux politiques directives du gouvernement centrale.

Tableau III.40. Ecart entre taux débiteurs et créditeurs au Maghreb (en pourcentage)

Pays du Maghreb	1985	1990	1995	2000	2001	2002
Algérie	n.a	8.5	3.0	2.5	3.3	3.3
Maroc	-0.3	0.5	5.56	8.2	8.2	8.6
Tunisie	4.3	n.a	3.44	3.5	n.a	4.2

Pays émergents	1985	1990	1995	2000	2001	2002
République de Corée	0.0	0.0	0.2	0.6	1.9	1.8
Malaisie	2.7	1.3	1.7	3.4	3.3	3.2
Philippines	9.7	1.3	1.7	2.6	3.3	4.5
Singapore	2.9	2.7	2.9	4.1	4.1	4.5
Thaïlande	3.1	2.2	1.7	.5	4.7	4.9
Pays de l'OCDE à revenu élevé	4.1	4.6	4.0	4.0	4.3	3.7

Source : Jude C.EGGOH, opu,cit,p.225.

L'écart de taux en Tunisie semble toutefois s'aligner à celui des pays de l'OCDE et certains pays émergents. Mais l'absence de données pour l'ensemble de la période ne nous permet pas de confirmer cette remarque. Par ailleurs, les marges bancaires en Tunisie sont protégées par des réglementations qui continuent d'imposer un plafond sur la rémunération des dépôts d'épargne au taux interbancaire minoré de 200 points de base. L'analyse des coûts d'intermédiation dans ce pays doit être prise avec beaucoup de prudence.

1.3 Amélioration de l'Activité bancaire.

Un des principaux objectifs de la libéralisation financière, celui du développement de l'intermédiation financière. Nous avons vu que la répression financière a eu pour effet la baisse du niveau du développement financier en Algérie. La construction d'indicateurs financiers nous a permis de constater qu'il présentait même une double répression (au niveau des dépôts et des crédits). La mise en place d'un programme de libéralisation financière doit en principe améliorer l'activité des intermédiaires.

Afin d'analyser l'effet de la libéralisation sur l'activité bancaire, nous allons reprendre les indicateurs financiers calculés dans le chapitre 2 pour la période post-réformes. La répartition de la masse monétaire entre monnaie et quasi-monnaie doit nous donner, en principe, une idée sur l'évolution des placements monétaires.

Tableau III.41. Niveau général du développement financier.

	M2/PIB				QM/M2			
	1990	1995	2000	2001	1990	1995	2000	2001
Payes du Maghreb								
Algérie	21.24	35.02	37.18	49.89	61.93	39.94	40.75	n.a
Maroc	21.03	27.10	26.05	25.24	53.94	66.21	82.69	87.23
Tunisie	51.92	53.38	56.79	57.02	51.49	45.76	55.24	56.66
Pays émergents								
Malaisie	66.86	66.27	76.85	76.50	64.38	84.74	101.81	
Philippines	74.81	80.31	81.09	81.66	106.69			
Singapore	75.32	75.14	80.54	80.66	34.25	51.85	62.42	
Thaïlande	87.22	88.27	86.82	87.93	58.77			
					93.05	86.58	106.89	
					117.89			
					70.03	79.08	105.82	
					103.96			

Source : Ibid,p.227.

Le tableau 5 qui mesure le niveau global du développement financier, permet de constater une relative croissance de l'épargne liquide au Maghreb notamment au Maroc. Le même cas peut être observé en Tunisie après la libéralisation des taux en 1996. La libéralisation des taux en Algérie ne semble pas avoir stimulé la croissance de l'épargne liquide puisque ce taux a baissé depuis la mise en place des réformes.

L'évolution de l'épargne financière est confirmée par le tableau 6 qui nous indique le niveau de la dynamique bancaire. En effet, le niveau de la circulation fiduciaire par rapport au produit semble être en baisse continue dans tous les pays depuis les réformes. Ce ratio nous permet de mesurer le degré de monétisation dans une économie donnée (utilisation de la carte bancaire et du chèque) qui ne peut se développer que par une politique de dépôts rigoureuse. La baisse de la circulation fiduciaire notamment en Tunisie n'est ainsi qu'un autre indicateur de la croissance de l'épargne financière (dépôts à vue et monnaie scripturale) dans cette région.

Tableau III.42. Degrés de monétisation et dynamique bancaire

Pays du	Dépôts à vue/base monétaire				M. en circulation / PIB			
	1990	1995	2000	2001	1990	1995	2000	2001

Maghreb								
Algérie	76.53	82.60	83.65	71.34	24.40	12.46	11.89	n.a
Maroc	141.29	158.49	199.79		13.38	15.36	16.43	17.24
Tunisie	190.33				9.29	7.71	8.35	8.26
	138.64	125.49	151.35					
	141.65							
Pays émergents	1990	1995	2000	2001	1990	1995	2000	2001
Malaisie	77.74	75.45	64.23	73.42	9.43	7.84	6.51	6.62
Philippines	18.70	28.23	48.75	54.54	5.75	5.82	5.81	5.35
Singapore	73.73	90.63	118.96		10.70	8.41	7.06	7.73
Thaïlande	120.88				6.30	6.79	8.29	8.64
	29.59	23.32	16.56	21.84				

Source : Nawel Bentahar, opu, cit, p.218.

La dynamique bancaire doit cependant être relativisée puisque le ratio des dépôts à vue par rapport à la base semble montrer que les banques du Maghreb ont du mal à sortir de l'emprise de l'Etat sur leur activité. En effet, la base monétaire est considérée comme un des indicateurs de répression financière dans la mesure où elle constitue l'assiette du seignuriage principal source de financement du budget de l'Etat. Un faible niveau de ce ratio (dépôts/ base) nous révélera à la fois la présence du seignuriage comme moyen de financement du budget et l'étroite liberté des banques à créer de nouveaux services bancaires.

Ce tableau nous montre ainsi la difficulté des Etats du Maghreb à abandonner le seignuriage comme moyen de financement du budget puisque le ratio dépôts / base monétaire reste important Algérie malgré sa légère baisse en 2001. La dynamique bancaire semble par contre se concrétiser au Maroc et en Tunisie puisque ce ratio est le plus élevé de la région et même plus élevé que celui des pays émergents.

1.4 Evolution des crédits au secteur privé.

En plus de la croissance de l'épargne financière, la croissance des crédits au secteur privé est un autre résultat attendu de la libéralisation dans la mesure où les crédits permettent de financer l'investissement. Dans les pays où les banques sont le principal acteur du système financier comme est le cas de la région du Maghreb, le crédit bancaire au secteur privé devient la principale source de financement des entreprises (les autres sources ne doivent pas pour autant être négligées).

C'est pourquoi nous avons choisi de reporter dans le tableau 7 ci-dessous les données relatives aux crédits au secteur privé afin de mieux percevoir l'effet de la libéralisation sur

leur évolution.

Il est ainsi nécessaire de noter que le volume des crédits a enregistré une baisse globale au début des réformes dans tous les pays notamment dans ceux où la dominance de l'Etat sur le secteur bancaire était importante. L'Algérie présente dans ce sens un exemple particulièrement intéressant puisque les crédits au secteur privé ont remarquablement baissé d'un taux moyen annuel de 43% en l'espace de 5 ans.

Tableau III.43. Evolution du crédit au secteur privé en pourcentage du produit

	Crédits bancaires					Crédits domestiques				
Pays du Maghreb	1985	1990	1995	2001	2002	1985	1990	1995	2001	2002
Algérie	86.25	74.49	48.68	29.13		59.94	44.44	5.2	8	
Maroc	63.87	60.13	97.5	84.11		34.43	34.03	47.95	53.96	54
Tunisie	84.51					66.8	55.08	68.59	67.9	69
	76.56	62.54	71.37	73.92						
	74.44									
Pays émergents	1985	1990	1995	2001	2002	1985	1990	1995	2001	2002
Malaisie	116.47	75.67	126.71	155.34		86.59	69.41	124.41	149.16	146
Philippines	154.24					27	22.34	45.06	40.06	36
Singapore	43.07	26.86	64.27	63.1		106.23	97.44	107.51	128.36	115
Thaïlande	60.48					58.34	83.37	139.83	97.54	103
	91.68	75.64	76.72	102.01						
	84.81									
	81.43	91.05	135.54	111.97						
	116.03									
OCDE à revenu élevé	114.25	132.48	154.47	173.93		87.58	107.81	119.46	137.4	
	170.01					133.6				

Source : Ibid,p.220.

Il est vrai que le pourcentage du crédit par rapport au produit reste loin derrière celui des pays émergents et des pays de l'OCDE. Mais la croissance des crédits privés ainsi obtenue après 10 ou 15 années de réformes, additionnée à l'amélioration de l'épargne financière, laisse croire que certains pays tels que le Maroc, la Tunisie commencent à présenter une structure financière qui sera amener à soutenir l'approfondissement financier. Celui-ci ne peut cependant se concrétiser qu'à la suite de la participation des marchés boursiers à côté des banques dans le financement de l'économie.

1.5 Redynamisation des marchés boursiers.

En Plus de l'élargissement de l'activité bancaire, la libéralisation financière a permis une certaine redynamisation des marchés boursiers à travers l'amélioration de leur activité suite aux mouvements de privatisation.

Bien que cet aspect reste moins important que celui de l'amélioration de la performance des banques, en raison du faible rôle que jouent ces marchés dans les économies du Maghreb, nous avons jugé nécessaire de le souligner afin de mettre en lumière l'état d'avancement de ces marchés et le rôle qu'ils seront amenés à jouer dans l'avenir. Pour cela nous retiendrons deux indicateurs : la capitalisation boursière et l'évolution du chiffre d'affaire.

Il faut peut être rappeler pour commencer que malgré la longue présence des marchés boursiers au Maghreb, ces marchés sont restés petits. Les réformes financières entamées depuis le début des années quatre-vingt-dix notamment en Tunisie et au Maroc ont donné un nouvel élan à l'activité des marchés boursiers dont la capitalisation boursière s'est améliorée progressivement. Mais malgré cette redynamisation, la capitalisation est restée en deçà de celle des pays émergents comme le montre le tableau 8 ci-dessous.

L'introduction à la cote des deux titres de propriété d'ERAD Sétif et de S AID AL et du titre de créance de la SONATRACH durant l'année 1999 s'est établie dans des conditions réussies. La bourse d'Alger a démarré avec trois titres en attendant l'intervention de l'action de l'EGH EL AURASSI. Cette dernière n'est admise à la cote que durant le mois de février de l'année suivante (14 février 2000).

Depuis cette date, aucune autre entreprise n'a fait l'objet du marché financier. Il semble que certaines ont exprimé des intentions d'investir sur le marché financier, mais aucune demande d'admission n'a été rendue officielle auprès de la COSOB.

Il est vrai que le nombre de sociétés cotées n'a pas évolué depuis le démarrage de la bourse d'Alger, mais le volume des transactions a évolué depuis 1999. Il passe de 35 348 à 323 490 en 2000 puis à 361 445 en 2001 (tableau 40).

Le nombre d'ordre a été multiplié par quatre sur les douze mois suivant la fin 1999. Il a évolué à un rythme beaucoup moins important durant l'année 2001. Le nombre de transactions qui s'est également multiplié par quatre entre 1999 et 2000. a régressé remarquablement entre 2000 et 2001 en passant de 4559 à 2898.

Tableau III.47. Les indicateurs du marché boursier Algérien

	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08
PIB	3238	4098	4241	4455	5124	6150	7563	8520	9306	10993
CB	19,18	21,5	14,7	10,9	11,1	10,1	10,4	6,71	6,46	6,5
VT	0,11	0,72	0,53	0,11	0,02	0,08	0,01	0,15	0,96	0,02
CL	0,003	0,017	0,012	0,002	0,0003	0,001	0,0001	0,001	0,010	0,0001
TCB	0,59	0,52	0,34	0,24	0,21	0,16	0,13	0,07	0,06	0,05

Source : Propres calculs établis sur la base des données recueillies auprès de la COSOB et du ministère des finances pour les indicateurs de la bourse d'Alger.

Ces indicateurs boursiers montrent encore plus la part réduite du marché boursier algérien. La capitalisation boursière de la bourse d'Alger ne représente que 0,45% du PIB, une part insignifiante. Le coefficient de liquidité n'est que de 8,54%, également insuffisant pour un marché sensé être en croissance.

Notons à cet effet qu'avec la faiblesse de l'intervention des entreprises sur le marché financier algérien, il y a absence des organes de placement chargés de la mobilisation de l'épargne. Une seule SICAV est créée en Algérie qui est CELIM Charikat

El Istithmar El Mali) et dont l'activité est encore à ces débuts. Elle est constituée par la SAA, la BNA et la BADR.

2. les obstacles au développement financier en Algérie

Malgré les résultats encourageants obtenus par l'Algérie suite à la libéralisation financière, le développement financier n'est encore qu'à son stade initial. Plusieurs autres réformes doivent encore être engagées afin de permettre aux forces du marché d'assurer une réelle concurrence et par conséquent un développement durable. La compétitivité bancaire, le cadre législatif et l'environnement financier sont les principaux obstacles qui freinent l'approfondissement financier en Algérie.

2.1 Une faible concurrence bancaire.

Selon les auteurs de la libéralisation, l'ouverture du marché financier intérieur aux investisseurs étrangers est un pas très important pour la promotion de la concurrence. Cette ouverture doit se faire progressivement selon le niveau de développement et la fragilité du marché financier local, Goldberg, Dages et Kinney (2000).

Les réformes bancaires au Maghreb semblent s'orienter vers cette optique. En effet, en plus du retrait progressif de l'Etat des banques locales, plusieurs participations étrangères dans le capital des banques nationales ont été autorisées permettant l'apparition des banques mixtes.

Mais malgré ces efforts d'ouverture, le système bancaire reste dominé par des comportements monopolistiques caractérisés par des marges d'intermédiation très importantes. Le différentiel de taux (taux sur les crédits - taux sur les dépôts), indicateur de compétitivité et de profitabilité du système bancaire reste encore élevé (voir tableau 1). La baisse de celui-ci est annonciatrice de l'amélioration de la concurrence, résultat de l'entrée de nouvelles banques (étrangères et/ou locales) et/ou de l'amélioration des conditions bancaires.

Le faible niveau de concurrence peut aussi être perçu par le degré de concentration bancaire. Celui-ci est obtenu par la mesure du poids des cinq grandes banques par rapport

à l' ensemble du système bancaire. Les résultats obtenus révèlent un degré de concentration très élevé par rapport aux pays émergents dépassant les 65% pour l'ensemble de la région. Les banques privées locales semblent détenir le monopole en terme d'actifs.

Tableau III.50. Indicateurs de concurrence dans le système bancaire.

	Concentration des 5 grandes banques (%)	% d'actifs bancaires des banques privées locale détenant plus de 50% du capital
Maroc	75	76
Tunisie	66	68
Pays émergents		
Malaisie	30	100
Philippines	46	88
Singapore	..	100
Thaïlande	75	69
OCDE a revenu élevé	65	97

Source : Ibid,p.245.

Des études plus récentes contestent, cependant, l'utilisation de la concentration bancaire comme indicateur de la concurrence et proposent l'emploi d'analyses économétriques qui consistent à estimer l'élasticité du revenu total des banques par rapport à leur prix d'input, Gelos et Roldos (2002) et Classen et Laeven (2003). Cette méthodologie ne peut pas être appliquée aux pays du Maghreb en raison du manque de données. Mais les résultats obtenus par ces auteurs montrent que la concurrence bancaire est souvent influencée par les barrières à l'entrée auxquelles font face les banques étrangères.

En effet, lors de la mise en place des réformes bancaires au Maghreb, nous avons remarqué qu'il existe un grand décalage entre les autorisations offertes par l'administration centrale aux banques étrangères et l'installation effective de ces banques. De plus le retrait de l'Etat du capital des banques privées au profit des banques étrangères est retardé plusieurs fois provoquant ainsi une lourdeur dans les procédures. C'est le cas, notamment de la Tunisie dont les négociations avec une banque française « la Société Générale » ont

duré plus de deux ans en raison d'un litige sur la nationalité du directeur de la banque à privatiser.

De ce fait, la part des banques étrangères dans le système bancaire du Maghreb n'a pas beaucoup changé malgré la croissance du nombre de ces banques comme est le cas en Algérie (tableau 8). Le pourcentage d'actifs de ces banques par rapport à l'ensemble des actifs du système reste encore très faible ce qui donne une idée sur la difficulté qu'ont ces banques à détenir une part conséquente du marché bancaire locale. Le Maroc est le seul pays du groupe où les banques étrangères semblent avoir percer une bonne voie dans l'industrie bancaire. La part des banques à majorité étrangère a tout de même augmenté en Tunisie en 2002 après la privatisation de l'IUB pour atteindre 20,5% des actifs des bancaires

Tableau III.51. Part des banques étrangères dans le système bancaire domestiques

	1995			2000		
	% des banques nombre de Etrangère banques	pourcentage des actifs		% des banques nombre de Etrangère banques	pourcentage des actifs	
Algérie	0.00	0.00	0	0.43	0.02	3
Maroc	0.15	0.05	2	0.38	0.18	5
Tunisie	0.14	0.06	2	0.29	0.12	4
Pays émergents	% des banques nombre de Etrangère banques	pourcentage des actifs		% des banques nombre de Etrangère banques	pourcentage des actifs	
Malaisie	0.23	0.11	10	0.33	0.20	14
Philippines	0.00	0.00	0.00	0.15	0.04	6
Thaïlande	0.00	0.00	0.00	0.25	0.06	4

Source : Samouel Beji, op.cit, p.230.

La faible présence des banques étrangères dans certains pays du Maghreb s'explique aussi par le poids dominant de l'Etat dans le système financier. La participation de l'Etat dans le capital social des banques commerciales en 2000 était de 63,8% en Algérie contre 4,2% au Maroc. En Tunisie, l'Etat détient toujours le contrôle des trois plus importantes banques publiques en raison du rôle qu'elles jouent dans le financement des secteurs sensibles.

Tableau III.52. Part de l'Etat dans le capital des banques commerciales en 2000 (%)

	Capitaux privées	capitaux publics	capitaux étrangers
Algérie	25.9	63.8	10.3
Maroc	72.6	4.2	23.2
Tunisie			

Source : Ibid,p.235.

Le problème de concurrence bancaire devient plus visible lorsque nous procédons à une comparaison entre les performances des banques locales et étrangères. Le tableau 13 ci-dessous, extrait des états financiers des banques de chaque pays, nous donne des informations sur cette performance.

Tableau III.53. Indicateurs de performance bancaire (1995-2000)

Pays		Marge	revenu net	frais	provision pour	
	bénéfice					
	Type de banque	Nette/total	d'impôt/total	généraux/total	perte/total	
	actif	net/total	actif	actif		
Algérie	Locale	2.46	0.44	0.82	1.12	0.07
	Etrangère	6.72	0.83	1.35	1.14	1.68
Maroc	Etrangère	1.53	2.21	1.82	2.36	0.29
	Locale	4.51	1.59	3.27	0.97	1.24
Tunisie	Etrangère	3.10	1.72	2.80	0.87	1.03
	Locale	2.98	2.90	2.34	1.55	1.65
Malaisie	Etrangère	2.90	0.66	1.78	1.30	0.48
	Locale	3.03	1.39	1.52	0.83	1.49
Philippines	Etrangère	4.35	1.81	3.86	0.84	1.35
	Locale	3.47	1.54	4.34	0.83	-0.21
Thaïlande	Etrangère	1.76	0.83	2.04	3.14	-2.56
	Locale	1.42	0.67	2.55	1.97	-2.61

Source : Ibid,p.238.

La première remarque que nous relevons par la lecture de ce tableau est que les banques étrangères en Algérie, au Maroc présentent une profitabilité élevée en terme de marge nette contre des coûts élevés en terme de frais généraux et de provision pour perte. Les banques algériennes possèdent un avantage comparatif en terme de coût (frais

généraux et provision). Cet avantage peut s'expliquer par l'importance des banques publiques dont les coûts sont réduits grâce aux subventions de l'Etat. Au Maroc, la performance des banques étrangères semble dominante en coût et en profitabilité, les relevés financiers révèlent l'existence d'une véritable concurrence entre les deux types de banques comme est le cas aux Philippines.

Il apparaît ainsi que la présence de banques étrangères joue un rôle important dans la promotion de la concurrence et l'amélioration de la performance des banques locales. Nous avons en effet, remarqué que dans les pays où ces banques sont actives (Maroc, Tunisie et Jordanie), la compétitivité des banques locales s'est améliorée. Mais cette compétitivité est souvent freinée par un cadre législatif et un environnement financiers inadéquats.

2.2 Un environnement financier peu développé.

La présence d'un environnement financier adéquat dans lequel règne une transparence entre la banque et ses clients est une condition nécessaire pour l'amélioration de la performance du système financier. L'accès à l'information de la part des banques et/ou des investisseurs permet de faciliter les procédures et de réduire ainsi les obstacles d'accès au financement souhaité.

Cependant, l'enquête menée en 2000 par la Banque Mondiale sur l'environnement des affaires indique l'existence de plusieurs obstacles à rencontre des investisseurs. L'échantillon d'entreprises démarchées montre que l'environnement des affaires présentes des obstacles financiers significatifs. Ces obstacles sont soit importants (9% de l'échantillon), modérés (77% de l'échantillon) ou faibles (13% de l'échantillon). Seules 2% des entreprises sondées ont déclaré ne pas avoir d'obstacles.

1 Mahjouba ZAITER.L(2010), op.cit.,p.242.

Tableau III.54 . Obstacles financiers les plus fréquents rencontrés par les entreprises

Maroc		Tunisie	
Taux d'intérêt élevé	74%	Taux d'intérêt élevé	54%
Procédures administratives	71%	Information inadéquate sur les crédits	51%
Manque d'accès au financement des exports	52%	Procédures administratives	28%
Besoin de connexion avec les banques	48%	Faible contact avec les actionnaires	27%
Information inadéquate sur les crédits	47%	Besoin de connexion avec les banques	23%
Dommages collatéraux	46%	Dommages collatéraux	23%
Faible accès au financement par leasing	46%	Faible contact avec les banques étrangères	19%
Corruption des fonctionnaires de banques	44%	Manque d'accès au financement des exports	11%
Les banques n'ont pas d'argent à prêter	41%	Faible accès au financement par leasing	8%
Faible contact avec les banques étrangères	39%	Les banques n'ont pas d'argent à prêter	5%
Faible contact avec les actionnaires	39%	Corruption des fonctionnaires de banques	3%

Source : Kaouthar ZAGDAR , op.cit.,p.190.

En Tunisie, par contre, aucune entreprise n'a déclaré faire face à des obstacles majeurs. Au contraire, 33% des entreprises sondées ont avancé ne faire face à aucun obstacle contre 55% pour des obstacles mineurs. Ces chiffres sont comparables à ceux de l'OCDE où 36% des entreprises ne font face à aucun obstacle contre 25% pour des obstacles mineurs.

Les résultats de l'enquête pour la Tunisie doivent cependant être nuancés dans la mesure où l'échantillon n'a considéré que des entreprises de grandes tailles. Or, le climat industriel tunisien est constitué d'un nombre non négligeable de petites entreprises qui, elles, continuent à avoir du mal à accéder au financement bancaire. Par ailleurs, la facilité d'accès aux crédits bancaire est souvent liée à la garantie de l'Etat qui poussent les banques à négliger, parfois, la constitution de provisions.¹

¹ Kaouthar ZAGDAR , op.cit.,p.190.

Les informations fournies par cette enquête font remarquer aussi que le niveau élevé des taux d'intérêt constitue l'obstacle majeur pour les entreprises dans les deux pays. La réduction de cet obstacle ne peut se faire que par la réduction des coûts d'intermédiation qui sont étroitement liés à la promotion de la concurrence. L'obstacle des taux est d'autant plus important pour les entreprises tunisiennes dont les crédits à long terme sont contractés à des taux variables. Ces taux sont indexés aux taux de court terme du marché monétaire ce qui rend ces entreprises très vulnérables à la variation des taux.

Les résultats de l'enquête montrent aussi que les entreprises se plaignent du manque d'informations sur les crédits et des lourdes procédures administratives qui leurs sont liées. Ces deux obstacles montrent le manque de transparence des banques sur les différentes possibilités d'octroi de crédit et la lourde réglementation juridique qui leur est liée et qui est souvent à l'origine de la lenteur de l'activité de financement.

2.3 Une faible supervision bancaire.

Bien qu'un effort considérable ait été accompli dans la mise en place des règles de régulation et de supervision bancaire, leur application effective a besoin d'être renforcée et parfois même clarifiée. Au Maroc par exemple, la loi bancaire délègue l'autorité de contrôle à la Banque Centrale. Mais dans la réalité, le Ministère des Finances continue à avoir un rôle décisif dans l'octroi des licences et la mise en place des sanctions. Les opérations de supervisions en Algérie sont mieux clarifiées, puisque la loi 90-10 relative à la monnaie et au crédit avait prévu dans ses textes le partage de cette mission entre trois institutions. Chaque institution jouit d'une indépendance opérationnelle grâce, en partie, de la qualité de son personnel.

Mais l'effectivité des missions de contrôle reste très limitée devant la non clarté des normes comptables et leur mauvaise application. En outre, les informations comptables et les comptes financiers des banques ne respectent pas les normes locales et sont envoyés avec des retards importants à la direction de contrôle de la Banque d'Algérie ce qui réduit la qualité des missions de supervision.

Tableau III.55. Délais de retard dans la transmission des rapports à la Banque d'Algérie

	Rapport de fin d'année	Rapport d'audit	Information sur les rendements
<i>Banque publique</i>	31	247.8	122.2
<i>Banque privée</i>	4.4	170.2	17.6
<i>Système bancaire</i>	29.8	244.5	117.7

Source : Ibid,p.195.

En Tunisie, l'autorité de supervision est clairement partagée entre la Banque Centrale et le Ministère des Finances. Le rapport 2002 du Fond Monétaire International souligne les progrès réalisés par la Tunisie en matière de supervision bancaire et encourage les autorités à renforcer ces procédures.

Le manque de personnel qualifié est un autre facteur qui limite l'effectivité de la supervision bancaire au Maghreb. Cette lacune réduit la fréquence des missions de contrôle et oblige les autorités de supervision à limiter leurs missions à des services bancaires bien précis. En 2002, la direction de contrôle et d'inspection bancaire de la Banque El-Maghrib au Maroc ne comptait que 30 inspecteurs chargés de superviser 21 banques et 50 institutions financières. Ce manque de personnel a obligé la Banque Centrale du Maroc à limiter ses contrôles ex-post à l'audit des comptes et ses contrôles ex-ante (limités en moyenne à une fois tous les 5 ans) à l'examen des portefeuilles de crédit et aux règles prudentielles. Afin de faire face à ces lacunes, la Banque El-Maghrib fait appel à des auditeurs externes employés ponctuellement sous le nom d'auxiliaires de supervision. Mais la responsabilité de ces derniers n'est pas clarifiée dans la mesure où il n'existe pas de circulaire qui définit précisément le rôle de ces auditeurs et leurs missions.

Par Ailleurs, la présence d'un système légal et judiciaire encore inadéquat pousse les banques dans la majorité des cas à éviter de déclarer leur mauvaise situation financière. Les procédures de recouvrement des crédits sont en effet, très lentes et peuvent prendre plusieurs années. Souvent, les banques continuent à offrir des crédits à leurs clients,

notamment les privilégiés d'entre eux, malgré la faible faisabilité des projets présentés et le manque de garanties. Même lorsque les problèmes financiers de la banque sont déclarés, les procédures légales restent floues et leur application très lente.

En résumé, les règles de supervision sont appliquées juste pour prévenir les situations de défaillance bancaire. La Banque Centrale continue à prendre en charge le mauvais portefeuille des banques. Les banques continuent ainsi à exercer sans se soucier de leur mauvaise situation financière au point qu'il nous est difficile de distinguer entre une banque solvable et une banque défaillante.

2.4 Un cadre législatif trop restrictif.

A fin renforcer la solidité du système financier, le législateur dans la région du Maghreb, a donné une grande importance à la réglementation bancaire et ce, par la promulgation de nouvelles lois qui ont visé la promotion de l'activité financière dans divers domaines. Un intérêt particulier a été donné toutefois à l'allègement des restrictions sur les banques et les entreprises, la consolidation de la supervision bancaire, la redynamisation du marché des changes et de capitaux et enfin la reconnaissance de la suprématie de la Banque Centrale dans la conduite de la politique monétaire. Mais malgré ces efforts, la réglementation financière manque encore de souplesse et continue à être considérée par les analystes de la libéralisation comme relativement restrictive, Grais et Kantur (2003).

La fondation Héritage¹⁷³ fournis dans ce sens un indice qualitatif qui mesure le degré de restrictivité des réglementations bancaires, et .financières dans un certain nombre de pays. En ce qui concerne la région du Maghreb, les pays dont le secteur étatique reste encore dominant, présentent une réglementation très restrictive (Algérie). Cette proportion est même plus élevée que celle enregistrée durant la moitié des années quatre-vingt-dix (Algérie). Dans d'autres pays, les réformes n'ont eu aucun effet positif sur l'amélioration de la législation (Maroc et Tunisie). A titre de comparaison, aucun pays émergent asiatique ne présente une législation restrictive (sauf la Malaisie). Les restrictions sont soit modérées ou faible. De même 70% des pays de l'OCDE présentent une législation financière faiblement restrictive.

Tableau III.56. Niveau de restrictivité de la législation bancaire et financière.

Milieu et fin des années quatre vingt dix	En 2003			
		Faible ou très faible	Modéré	Elevé ou très élevé
	Faible ou très faible		Maroc- Tunisie	Algérie
	Modéré			
	Elevé ou très élevé			

Source : Ibid,p.198.

L'importance des restrictions dans la législation financière au Maghreb, n'enlève en rien les efforts déployés par ces pays dans ce domaine. L'introduction ou le renforcement de la régulation prudentielle et de supervision bancaire et son alignement aux normes internationales montre bien la volonté de ces pays de renforcer la solidité de leur système bancaire. Mais ces efforts restent insuffisants devant la fragilité bancaire caractérisée par l'importance des crédits irrécouvrables. En effet, les données de 2002 indiquent que le pourcentage des crédits irrécouvrables par rapport à l'ensemble des crédits est de 20% en Tunisie, 18% au Maroc et 16%.

Par ailleurs, certains auteurs tels que La Porta et ail... (1998), soulignent l'importance d'une législation de crédit adéquate pour le développement du marché des crédits. Une telle loi, permettra d'absorber les dommages collatéraux induit d'une faillite bancaire et de protéger par conséquent les créanciers. L'indice de protection des créanciers calculé par La Porta et ail... (1998) indique que la situation des créanciers au Maghreb varie selon les pays. Ils sont bien protégés en Algérie, moyennement protégés au Maroc et faiblement protégés en Tunisie. Cette observation nous permet d'avancer que le système légal au Maghreb n'est pas aussi défavorable pour les créanciers. Celui-ci doit toutefois être renforcer afin d'assurer le maintien de confiance dans le système.

1 Kaouthar ZAGDAR , op.cit.,p.191.

Tableau III.57. Cadre légal et indicateurs d'infrastructure financière.

	Indice des droits des créanciers	Indice du rôle de loi	Qualité des crédits publics
Algérie	3	-0.5	
Maroc	2	0.1	17
Tunisie	0	0.3	36
Pays émergents	Indice des droits des créanciers	Indice du rôle de loi	Qualité des crédits publics
Malaisie	2	0.4	44
Philippines	1	-0.5	..
Singapore	3	2.3	..
Thaïlande	3	-0.2	..
Ocde a revenu élevé	2	1.6	78

Souce : Jude C.EGGOH, opu,cit,p.240.

L'indicateur relatif au « rôle de la loi » assemblé par Kaufmann et aill(2003) pour la Banque Mondiale, montre que le degré de confiance aux gouvernements du Maghreb est très faible par rapport aux pays émergents et de l'OCDE. L'Algérie présente dans ce sens un exemple intéressant dans la mesure où la forte protection des créanciers dans ce pays n'a pas amélioré pour autant la confiance des agents dans le système. Cette situation peut trouver son explication dans le fait que les principaux créanciers en Algérie sont des banques publiques qui bénéficient de la garantie de l'Etat.

L'exemple de l'Algérie nous montre ainsi que l'amélioration de la législation est une condition nécessaire mais non suffisante. Le développement du système financier semble aller au-delà des réformes; il concerne aussi le rétablissement de la confiance aux gouvernements qui ne peut se réaliser que si ces derniers retrouvent leur crédibilité auprès des agents.

Il apparaît ainsi que les effets de la libéralisation sur le développement financier, restent mitigés entre des résultats macro-financiers encourageants (croissance de l'épargne financière et du crédit privé) et des obstacles micro-financiers qu'il faut réduire. La réduction de ces obstacles doit prendre en compte l'interdépendance entre le système financier et les autres secteurs de l'économie. Toute négligence risquerait de retarder le

développement financier et de faire durer ainsi les réformes.

L'analyse des résultats de réformes en Algérie montre ainsi que l'amélioration du développement financier n'a concerné qu'un faible aspect de l'activité bancaire (taux réels positifs, croissance de l'épargne financière et des crédits au secteur privé). L'application effective des autres instruments de réformes s'est heurté au faible environnement financier et au cadre législatif très restrictif en présence. Ces principaux obstacles ont constitué une barrière à l'entrée aux banques étrangères ce qui a réduit la concurrence. Par ailleurs, le système financier continue à montrer des faiblesses au niveau de l'application des règles prudentielles et de supervision bancaire.

Cette analyse montre ainsi que le développement du système financier en Algérie est prometteur mais n'est pas encore acquis. Après une décennie de réformes, les réformes continuent à être appliquées. Cette lenteur dans l'obtention de résultats satisfaisants nous pousse à nous.

Cet article est une tentative d'analyse, durant la période allant de 1990 à 2003, des performances du système bancaire algérien. Afin de pouvoir évaluer les performances du système bancaire algérien sur le plan institutionnel, le présent article commence par étudier la composition de l'infrastructure financière algérienne. L'analyse de la contribution de cette l'infrastructure dans le financement de l'économie nationale porte, tout d'abord, sur l'étude de l'intervention des banques commerciales dans le financement de l'économie traite, en suite, la question relative au refinancement des banques commerciales auprès de la banque centrale et du marché monétaire. Quant à l'évaluation de Y intermédiation financière en Algérie, cet article se base sur l'impact des crédits à l'économie sur le Produit Intérieur Brut (PIB) ainsi que sur les composantes de masse monétaire.

En conclusion sont cités les principaux dysfonctionnements du système bancaire algérien ainsi que la nécessité de lancer de nouvelles réformes bancaires. Suite au passage d'une économie d'endettement où les entreprises sont financées essentiellement par le crédit à une économie de marché, l'économie nationale est appelée à relever un certain nombre

de défis pour s'engager dans une croissance durable. Ces défis à relever impliquent des réformes profondes dans l'organisation et le fonctionnement de l'économie. La dominance du crédit dans le financement de l'économie algérienne fait que le système bancaire algérien se trouve, de nos jours, au centre des réformes économiques notamment celles lancées à partir de 1990.

Le but est d'analyser la situation de l'intermédiation financière en Algérie et de soulever ainsi l'impact des réformes bancaires, entamées depuis 1990, sur le rôle que joue le système bancaire dans le financement de la croissance économique. Pour cela nous allons essayer de répondre à la question suivante :

- quels sont les points de blocage qui empêchent le système bancaire algérien de répondre aux exigences d'une économie de marché ?

3.3. Evaluation du financement bancaire en Algérie de 1990 à 1997:

Après avoir étudié la composition de l'infrastructure financière algérienne, nous allons passer à l'étude de la contribution de cette infrastructure dans le financement de l'économie. Pour cela nous avons jugé important de scinder notre travail, à ce niveau, en deux points : le premier portera sur l'évaluation de l'intervention du système bancaire algérien durant la période de la mise en œuvre du plan d'ajustement structurel du fonds monétaire international (1994-1997) ; le second point concerne l'analyse des performances du système bancaire algérien après l'achèvement du programme d'ajustement structurel (1998-2003).

3.3.1. Les banques commerciales et le financement de l'économie 1990-1997 :

Cette période est marquée essentiellement par le passage d'une économie d'endettement et de découvert bancaire, où les entreprises sont financées essentiellement par le crédit, à une économie de marché où le marché des capitaux doit jouer un rôle principal dans le financement de l'économie. Afin de créer un nouveau cadre dans lequel évoluera le système bancaire algérien, les autorités monétaires ont promulgué la loi relative à la monnaie et au crédit qui a ouvert, pour la première fois, le secteur bancaire à l'investissement privé.

Notons que cette période 1990-1997 se caractérise, d'un côté, par la rareté des

ressources suite à la baisse considérable des ressources des hydrocarbures et d'un autre coté par l'augmentation des prêts bancaires, cette période est marquée également par la mise en œuvre du programme d'ajustement structurel du Fonds Monétaire International qui a été appuyé par diverses opérations d'assainissement et de recapitalisation des banques algériennes notamment avec la mise en place du dispositif banque - entreprise. Dans cet ordre d'idées, nous allons analyser l'impact des réformes entamées durant cette période sur la banque algérienne notamment en ce qui concerne son intervention dans le financement de l'économie.

A. Evolution des crédits à l'économie de 1990 à 1997 :

Durant la période allant de 1990 à 1997, et d'après le tableau ci-dessous, le montant des crédits à l'économie passe de 247 milliards de dinars en 1990 à 753,8 milliards de dinars en 1997 soit une évolution moyenne annuelle de 72,4 milliards de dinars. Cette évolution importante des crédits à l'économie s'explique par l'amélioration de la liquidité des banques commerciales et cela suite à l'opération de rachat des découverts bancaires des entreprises publiques par le trésor public. Ces flux ont permis d'apporter des liquidités importants aux banques qui les ont mises en conditions, relativement favorables, d'accroître les crédits à l'économie.

Tableau III.61. Evolution des crédits à l'économie de 1990 à 1997

	Unité : milliards de dinars							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Crédits à l'économie	247.0	325.8	465.8	220.0	305.8	565.6	776.8	753.8
Crédits des Banques commerciales	181.3	217.4	386.9	190.8	255.4	375.4	375.3	534.9
Dont refinancement banque d'Algérie	65.7	108.4	78.3	29.4	50.4	190.3	256.1	218.9

Source : Banque d'Algérie , rapport annuel 1998.

Cette opération d'assainissement du bilan des banques par transformation du découvert des entreprises publiques en actifs financiers émis par le Trésor public explique la

configuration actuelle des portefeuilles des banques qui sont constitués pour une grande part de créances sur le trésor public dont la durée est longue.

L'année 1997 s'est caractérisée par la liquidation du fonds d'assainissement et la mise en œuvre soutenue du dispositif banque - entreprise. D'après le tableau n°4, on remarque également l'augmentation appréciable du refinancement des banques auprès de la banque d'Algérie, qui a appuyé la capacité de fons prêtables des banques. Cette augmentation du refinancement a été accompagnée d'une augmentation du taux de réescompte qui passe de 11,5% en 1992 à 15% en 1994. En 1995, le refinancement des banques auprès de la Banque d'Algérie a atteint 190,3 milliards de dinars contre un plafond normatif fixé à 90,4 milliards de dinars. Cela reflète l'acuité des tensions sur la liquidité bancaire.

En ce qui concerne le refinancement des banques auprès du marché monétaire, et comme l'indique le tableau ci-dessous, l'offre de fonds sur le marché monétaire interbancaire enregistre un taux de croissances significatif d'une année à une autre et cela suite à la reconstitution de la liquidité des banques.

Tableau III.62. Evolution du refinancement des banques auprès du marché monétaire

	Unité: milliards de dinars				
	1993	1994	1995	1996	1997
Refinancement des banques auprès du marché monétaire interbancaire	15.3	21.7	25.7	61.2	67.3

Source : Banque d'Algérie , rapport annuel 1998.

L'amélioration des liquidités des banques primaires, suite aux différentes opérations d'assainissement, de recapitalisation ainsi que l'augmentation appréciable du refinancement des banques commerciales auprès de la banque centrale et du marché monétaire, explique l'importante évolution des crédits à l'économie durant la période allant de 1990 à 1997.

B. L'impact des crédits bancaires sur l'économie nationale (1990-1997)

Dans le présent point, nous allons étudier l'impact des crédits à l'économie, qui ont

connu une importante évolution, sur le Produit Intérieur Brut ainsi que sur les composantes de la masse monétaire.

a. Les crédits à l'économie et le produit intérieur brut PIB

Alors que les crédits à l'économie enregistrent un taux d'évolution de près de 43% en 1992 par rapport à 1991, le PIB enregistre un taux d'évolution de 19% seulement. En 1995, on remarque également que les crédits à l'économie enregistrent un taux d'évolution de 85% par rapport à 1994 ; et le PIB enregistre un taux de 33% seulement.

L'évolution comparée de la variation des crédits à l'économie et du PIB est synthétisée dans le tableau suivant :

Tableau III.63. Evolution comparée des crédits à l'économie et du PIB.

Unité: milliards de dinars								
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Crédits à l'économie	247.0	325.8	465.2	220.2	305.8	565.6	776.9	755.8
PIB	556.0	884.0	1045.0	1161.7	1473.4	1966.0	2494.5	2716.4
Crédits à l'économie PIB	44.4	36.8	44.5	19.0	20.8	28.8	31.3	26.5
Variation en % des crédits à l'économie	27.0	31.9	42.8	52.7	38.9	85.0	37.3	-3.0
Variation en % du PIB	31.4	59.0	19.0	11.2	26.8	33.4	26.8	9.0

Source : Banque d'Algérie , rapport annuel 1998.

D'après ce tableau, on remarque que durant les années qui viennent juste après l'opération d'assainissement de l'économie nationale (1992-1993) et le rééchelonnement de la dette extérieure (1995) l'écart entre l'évolution des crédits à l'économie et le PIB est très important. Ceci prouve que durant ces années les crédits à l'économie n'ont pas été accompagnés par ail élément par une augmentation de la production en terme physique.

Il est important de noter que malgré l'opération de rachat par le Trésor public des créances détenues par les banques sur les entreprises publiques, la monnaie créée n'a pas

servi à accompagner les activités productives des entreprises cela suite à leur situation catastrophique. Le financement des entreprises financièrement déstructurées ainsi que la baisse du taux de change ont pour conséquence l'augmentation des besoins de financement de l'économie. La forte croissance des crédits aux entreprises, qui ne contribuent donc que pour une part à la satisfaction de la demande des biens et services, compense largement l'effet du des endettement de l'Etat vis-à-vis du système bancaire. Afin de mieux cerner les causes et les conséquences de cette forte expansion des crédits aux entreprises qui ne participent que d'une façon limitée à la satisfaction des besoins des agents économiques, nous allons étudier quelques indicateurs monétaires.

b. Les crédits à l'économie et la liquidité de l'économie:

D'après le tableau ci-dessous, on remarque que la monnaie fiduciaire occupe une place très importante dans la structure de la masse monétaire. On remarque également qu'avec le lancement de l'opération d'assainissement de l'économie le ratio de liquidité enregistre une croissance durant les années 1992 par rapport à 1991; 1993 par rapport à 1992 et 1997 par rapport à 1996. Cette situation a été accompagnée par l'expansion du multiplicateur monétaire qui enregistre à son tour un rythme de croissance assez important.

Tableau III.64. Evolution de la masse monétaire en Algérie 1990-1997.

Unité: milliards de dinars

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Monnaie de base (monnaie de la banque centrale)	138,7	161,9	197,8	250,4	237,2	255,2	305,7	356,3
Dont : monnaie fiduciaire		157,7		212,0	224,3	252,3	293,5	341,7
	135,9		185,4					
Masse monétaire M2 Dont : quasi- monnaie	343,0	416,2	515,9	625,2	723,6	799,6	915,1	985,7
	72,9	90,3		182,0			325,9	411,4
			146,2		247,7	280,5		
Ration de liquidité M2/PIB	62,0	47,1	49,4	54,0	49,1	40,7	36,6	39,9
Quasi-monnaie/M2	0,21	0,22	0,28	0,29	0,34	0,35	0,35	0,41
Monnaie fiduciaire /M2	0,40	0,38	0,36	0,34	0,31	0,31	0,32	0,35

Multiplicateur monétaire (M2/monnaie de base)	2,47	2,57	2,60	2,49	3,05	3,13	2,99	2,76
--	------	------	------	------	------	------	------	------

Source : Banque d'Algérie , rapport annuel 1998.

On peut donc conclure que la forte croissance des crédits à l'économie est à l'origine de la tendance à la hausse de l'inflation en Algérie comme en témoigne la croissance de la masse monétaire en terme de M2 et l'expansion du multiplicateur monétaire. Quant à la croissance de la monnaie fiduciaire cet agrégat reflète le faible développement du système des paiements qui n'a pas réussi à soulever l'effet négatif des tensions de liquidité sur la production.

3.3.2. Les banques commerciales et le financement de l'économie de 1998 à 2003:

Cette période se caractérise par l'achèvement du programme d'ajustement structurel et par un système bancaire largement ouvert devant l'investissement privé qu'il soit national ou étranger. Elle est marquée également par la poursuite de l'opération d'assainissement financier du portefeuille des banques publiques et la recapitalisation des établissements bancaires. L'importance de ces opérations d'assainissement des banques publiques s'illustre à travers leur coût qui passe de 1400 milliards de dinars en 1998 à 2000 milliards de dinars en 2001. Dans ce cadre, nous allons essayer analyser et d'évaluer l'intervention du système bancaire algérien, après son élargissement, dans le financement de l'économie nationale.

A. Evolution des crédits à l'économie de 1998 à 2003 :

Selon le tableau n°8 on remarque que les crédits accordés par les banques à l'économie, essentiellement aux entreprises publiques et privées, enregistrent un taux d'accroissement moyen annuel inférieur à 10%. Ce taux demeure faible à comparer à celui de la masse monétaire qui est supérieur à 20% (durant la période allant de 1998 à 2003).

Tableau III.65. Evolution des crédits à l'économie de 1998 à 2003

Unité :milliards dinars						
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Crédits à l'économie	906,2	1150,7	933,7	1078,4	1266,8	1398,6
Refinancement banque Centrale	226,3	310,8	170,5	0,0	0,0	0,0

Source : Banque d'Algérie , rapport annuel 2004.

En ce qui concerne le refinancement de la Banque Centrale, l'injection massive de

liquidité par le Trésor, au titre de remboursement du service de la dette, citèrent à l'assainissement financier du portefeuille des banques, d'une part, et au titre de la recapitalisation des banques publiques, d'autre part, fait que ces dernières, à l'instar du Trésor public, n'ont pas besoin de recourir à la banque centrale pour couvrir leurs besoins de financement. Les banques publiques, du fait des excédents de trésorerie inutilisés, se placent en position de prêteur sur le marché monétaire comme l'illustre le tableau suivant :

Tableau III.66. Evolution des transactions sur le marché monétaire 1998-2003

Unité :milliards de dinars

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Banque d'Algérie	63,0	89,7	61,5	0	0	0
Dont -						
- adjudications	47,4	79,5	61,5	0	0	0
- pensions	16,0	10,2	0	0	0	0
Marché interbancaire	71,5	86,8	97,8	62,4	42,52	43,62
Dont -						
- marché au jour le jour	4,3	0	0	0	0	0
- marché à terme	67,2	86,8	97,8	62,4	42,52	43,62
Total marché monétaire	134,5	176,5	159,3	62,4	42,52	43,62

Source : Banque d'Algérie , rapport annuel 2004.

De ce tableau ressort la diminution du volume des transactions sur le marché monétaire, il ressort également, qu'à partir de 2001, le marché monétaire est un marché hors Banque Centrale en raison des excédents qui caractérisent la trésorerie des banques. Ces dernières préfèrent effectuer des placements à long terme d'où l'absence des opérations sur le marché à court terme, la politique de l'open market n'est pas pratiquée sur le marché monétaire.

B. L'impact des crédits bancaires sur l'économie nationale de 1998 à 2003

Après avoir tracé l'évolution des crédits à l'économie durant la période allant de 1998 à 2003, nous allons essayer d'analyser et d'évaluer, à ce niveau, l'impact des crédits bancaires sur l'économie nationale.

a. Les crédits à l'économie et le produit intérieur brut PIB

D'après le tableau n° 10 on remarque qu'au cours de la période considérée, les crédits à l'économie représentent moins de 30% du PIB ce qui constitue une préoccupation majeure pour le devenir de l'économie en raison de ses répercussions négatives

notamment sur la croissance et le développement économique ainsi que sur la création d'emplois. Cette situation traduit le peu d'engagement des banques commerciales en matière de financement de l'économie. La part relative des crédits à l'économie dans les contreparties de la masse monétaire diminue fortement (64% en 1999 et 43% en 2002).

Tableau III.67. Evolution des crédits à l'économie 1998-2003

	Unité :milliards dinars					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Crédits à l'économie	906.2	1150.7	933.7	1078.4	1266.8	1380.2
PIB	2830.5	3248.2	4098.8	4235.3	4455.3	5149.0
Crédits à l'économie PIB	0.32	0.35	0.24	0.28	0.28	0.26
Crédits à l'économie/ M2	0.57	0.64	0.46	0.43	0.43	0.40

Source : Banque d'Algérie , rapport annuel 2004.

Ces différents indicateurs relatifs aux crédits à l'économie (faible taux de croissance, nette diminution de leur part relative dans le total de la masse monétaire et dans le F1B) traduisent les difficultés rencontrées par les entreprises pour couvrir leurs besoins d'investissement et, pour assurer le financement de la croissance économique. Cette situation est confirmée par la structure des crédits bancaires distribués à l'économie (voir tableau n°68).

Tableau III.68. Structure des crédits à l'économie en %

	1998	1999	2000	2001	2002
Crédits à l'économie	100	100	100	100	100
Crédits à court terme	45	48	44	47	50
Crédits à moyen long terme	55	52	56	53	50

Source : Banque d'Algérie , rapport annuel 2003.

La structure de financement de l'économie par les banques fait ressortir une légère dominance des crédits à MLT. En réalité, une grande part de ces crédits résulte de la transformation des crédits à court terme en crédit à MLT (assainissement des banques) il s'agit également, des crédits extérieurs non remboursés, en raison des différentes dévaluations du dinar. Il ressort donc que les crédits à court terme représentent l'essentiel du financement bancaire Les parts de marché des banques publiques et privées sont synthétisées dans le tableau suivant :

**Tableau III.70. Evolution des parts de marché des banques publiques et privées
En%**

	1999	2000	2001	2002
Dépôts	100	100	100	100
- banque	98,6	74,8	92,2	87,5
publique	1,4	5,2	7,2	12,5
- banques privées				
Crédits	100	100	100	100
- banque	98,8	97,3	95,9	85,7
publique	1,2	2,7	4,1	14,3
- banques privées				

Source : Banque d'Algérie, rapport annuel 2003.

De ce tableau on peut conclure que le système bancaire algérien, tout en étant largement ouvert depuis 1998, est dominé par les six banques publiques qui collectent en moyenne 90% des ressources et distribuent en moyenne 95% des crédits. Les faibles parts de marché des banques privées peuvent s'expliquer par le fait que le secteur bancaire privé est de création récente et que les banques privées nationales orientent (financement des importations) que sur le développement des entreprises, et les banques privées étrangères sont dans une situation d'attente et d'observation de la politique algérienne en matière des réformes économiques et bancaires. La part de marché des banques privées risque de chuter, après les décisions de liquidation des banques privées prises par la commission bancaire.

Dans ces conditions de sur liquidité bancaire, résultant de la politique menée par le Trésor, les banques publiques n'éprouvent pas un besoin vital pour déployer des actions agressives pour la collecte des ressources d'épargne disponibles sur le marché. Mais n'en demeure pas moins qu'en matière de ressource les banques publiques sont fragiles parce que fortement dépendantes du Trésor. A titre indicatif, il est à relever que plus de 30% des produits bancaires des banques publiques proviennent des intérêts servis par le Trésor. Cette situation affecte d'autant la mission d'intermédiation du système bancaire.

Tableau III.71. Evolution des dépôts et crédits 1999-2002

	1999	2000	2001	2002
Dépôts	931,30	1441,8	1789,9	2127,3
Crédits	1150,7	933,7		

Source : Banque d'Algérie , rapport annuel 2003.

Durant la période 1999-2002, les dépôts recueillis par le système bancaire ont augmenté de 14% par an, en moyenne, alors que les crédits accordés n'ont augmenté que de moins de 4%. En d'autres termes, l'augmentation significative des ressources des banques ne trouve pas le prolongement attendu au niveau du financement de l'économie.

b/ Les crédits à l'économie et la liquidité de l'économie:

Durant la période allant de 1999 à 2002, le secteur bancaire est marqué par fiable développement du système de paiement comme en témoigne la croissance de la monnaie fiduciaire. On remarque également, d'après le tableau n°14, que le ratio de liquidité de l'économie enregistre une croissance chose qui reflète l'augmentation de l'offre de liquidité dans l'économie avec une légère capacité de mobilisation de l'épargne par les banques commerciales (voir ratio quasi-monnaie/ M2).

Tableau III.72. Evolution de la masse monétaire en Algérie 1998-2003

	Unité :milliards dinars					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Monnaie de base	403,5	449,5	550,2	777,8	976,4	1152,2
(monnaie de la banque centrale) dont : monnaie fiduciaire	396,4	444,9	484,5	577,2	664,7	787,6
Masse monétaire M2	1592,5	1789,4	2022,5	2473,5	2901,5	3401,9
Dont : quasi-monnaie	766,1	884,2	974,3	1235,0	1485,2	1721
Ratio de liquidité M2/PIB	56,3	55,1	49,3	58,4	65,1	66,0
Quasi-monnaie/M2	0,48	0,49	0,48	0,50	0,51	0,50
Monnaie fiduciaire /M2	0,25	,25	0,24	0,23	0,23	0,23
Multiplication monétaire (M2/monnaie de base)	3,9	4,0	3,7	3,2	3,0	2,95

Source : Banque d'Algérie , rapport annuel 2004.

Le multiplicateur monétaire reflète la tendance à la baisse de l'inflation, et l'absence de

performances en matière de stabilité monétaire à en juger par l'expansion monétaire en terme de M2.

Au terme de ce travail consacré à l'évaluation des performances du système bancaire algérien, on peut conclure :

- à la veille de l'adhésion de l'Algérie à l'OMC et de la mise en application des accords d'association avec l'UE, le système bancaire algérien est loin d'assurer le financement de la croissance et du développement économique.
- sur le plan institutionnel, plusieurs points de blocage ont été repérés notamment en ce qui concerne la composition de l'infrastructure financière algérienne et son contrôle.
- pour ce qui est de l'intermédiation financière, les banques publiques limitent leurs engagements vis-à-vis des entreprises et optent pour le placement de leurs liquidités (sur liquidité) sur le marché interbancaire à terme.
- l'ouverture du système bancaire algérien au secteur privé n'a pas eu pour effet de dynamiser l'intermédiation financière du moment où les banques privées étrangères sont très prudentes et les banques privées nationales se lancent dans le financement des opérations spéculatives à grains faciles.
- les opérations d'assainissement et de recapitalisation des banques publiques n'ont pas amélioré la contribution de ces banques dans le financement de l'économie, bien au contraire ces liquidités ont eu des conséquences négative sur la liquidité de l'économie et sur le rôle de régulateur que joue la Banque Centrale sur le marché monétaire.
- l'absence du marché et la transformation du marché monétaire en marché hors Banque centrale. pour cela l'actualisation et l'adaptation des dispositions de la loi sur la monnaie et le crédit semblent indispensables

4. Développement financier et performance bancaire en Algérie.

4.1. Le développement financier :

4.1.1. En se basant sur le développement de l'intermédiation financière (estimé par M2/PIB) et sur le nombre des banques commerciales:

La détermination du degré de développement de l'intermédiation financière dans la région MENA, estimé par le rapport M2/PIB, révèle que, comparé à la majorité des pays en développement, le potentiel financier de ces pays est souvent important (Tab.73).

Tableau III.73. Le développement de l'intermédiation financière (M2/PIB)

Pays	2001	2002
Algérie	44.09	46.15
Maroc	81.78	86.66
Tunisie	54.03	55.80

Source: Kaouthar Zagdar, Institutions, Développement Financier et Crissance Economique dans la Région MENA , Université de REIMS, 2010,p.125.

On remarque d'après ce tableau que le Maroc dispose du taux de liquidité le plus élevé, la Tunisie ; en revanche l'Algérie a le taux de liquidité le plus faible. Or, si l'on considère la part des banques commerciales dans le système bancaire ou la part du crédit à destination du secteur privé, le développement financier apparaît plus faible.

Tableau III.74. Part des Banques commerciales dans le système bancaire

	Banques domestiques privées	Banques publiques	Autres	Total
Tunisie	15	5 dont 3 spécialisées	12 crédits bail, 2 factorings, 2 banques d'affaires, 8 offshores	44
Algérie	10	7 banques commerciales et 1 banque de développement	7 (5 crédit bail, 2 capital risque)	25
Maroc	27 Banques (dont 3 spécialisées)		6 Banques offshore tés de crédit à la consommation, 2 sociétés de crédit immobilier, 4 sociétés de gestion des moyens de paiement, 2 sociétés de cautionnement, 7 sociétés de 69 crédit Bail, 2 sociétés d'affacturage.	69

Source: Kaouthar Zagdar, opu, cit, p.127.

4.1.2. Selon Creane et al. (2004):

A partir d'une enquête par questionnaires auprès de vingt économistes spécialistes de la région MENA au FMI et d'une analyse de données de panel, Creane et al. (2004) affirment que ces pays ont atteint des niveaux de développement financier faibles ou moyens Si nous les comparons à des pays de niveaux de développement économique comparables, cela constitue une contre performance.

Les pays disposant des niveaux de développement financier les plus élevés :

- Utilisent davantage les instruments indirects de la politique monétaire
- l'Etat est présent d'une manière de plus en plus faible dans les institutions financières ;
- ils ont recours de moins en moins au financement monétaire du déficit budgétaire ;
- ils bénéficient d'un système plus puissant de réglementation prudentielle et de supervision bancaire ;
- ils sont dotés de ressources humaines de mieux en mieux qualifiées et d'un cadre juridique de plus en plus développé.

Creane et son équipe proposent ensuite un indice de développement financier que synthétise six dimensions financières: le secteur bancaire, le secteur financier non bancaire, la réglementation prudentielle et la supervision bancaire, la politique monétaire, l'ouverture financière et l'environnement institutionnel. Les données pour 2002-2003 sont recueillies dans le tableau ci-dessous.

Tableau III.75. Composantes de l'indice de développement financier

	Secteur bancaire	Institutions financières non bancaires	Supervision et Régulation	Secteur monétaire et politique	Ouverture financière	Environnement institutionnel
Tunisie	7.7	4.67	5.33	4.46	5	5
Algérie	2.55	3	3.46	4.36	4	2.33
Maroc	5.62	4.67	7.33	6.84	4	3.78
moyenne MENA	5.46	4.66	5.36	5.30	4.75	3.58

Source : Creane et Al (2004).p15.

Un autre indice de développement financier a été construit ; cet indice est basé sur

des données purement qualitatives, il est calculé à partir de la base de Beim et Calomiris (2001). Cet indice donne une idée sur l'évolution des systèmes financiers dans les quatre pays d'étude et permet de comparer celle-ci aux évolutions dans d'autres régions du monde. Les variables utilisées pour sa construction mesurent la taille du secteur financier, l'importance et la facilité relative avec lesquelles les banques fournissent des fonds, et le degré auquel les fonds sont fournis au secteur privé plutôt qu'au secteur public.

Tableau III.76. Indicateurs Quantitatifs synthétiques de développement financier

	Décennie 1960	Décennie 1970	Décennie 1980	Décennie 1990
Algérie	2.4	4.2	5.0	2.7
Maroc	2.6	2.8	3	4.0
Tunisie	3.3	3.8	4.5	4.8
MENA	2,9	3,3	3,9	3,5
Payes industrialisés	3.9	4.6	5.1	5.9

Source : Creane et Al ,opu,cit,p.15 .

L'analyse du Tab.3 montre une grande évolution des systèmes financiers des trois pays : Tunisie, Maroc et Egypte ; ainsi on note des valeurs supérieures à la moyenne de toute la région MENA et ce concernant presque toutes les composantes de l'indice de développement financier. Cependant, pour l'Algérie, on a des valeurs inférieures à la moyenne de la région MENA.

L'analyse du Tab.4, qui trace l'évolution du développement financier dans nos quatre pays en termes de décennies, montre que l'Algérie a connu une grande évolution pendant les décennies 70 et 80 ; en revanche pendant les années 90. on note une faible évolution. Pour la Tunisie et le Maroc l'évolution est progressive et elle est forte surtout pendant la dernière décennie (1990).

5. Impact des réformes financières sur la performance macroéconomique (1990-2008)

5.1 Impact des réformes financières sur la performance macroéconomique (1990-1999)

Nous étudions l'impact des réformes financières sur les taux d'épargne et d'investissement et leurs répercussions sur le taux de croissance économique .

5.1.1. Le taux d'épargne :

Tableau III.77. Evolution du taux d'épargne

	1990- 1995	1996	1997	1998	1999
S/PIB %	27.5	38.22	31.30	26.50	28.70

Source : Ministère des finances,rapports annuels,1990-1999.

le tableau nous fait apparaitre une amélioration continue du taux d'épargne et ce depuis 1990. En effet, d'un taux de l'ordre de 27 .5% en moyenne durant la période (1990-1995) , il a atteint son summum en 1999 et réalisant ainsi une variation de l'ordre de 90% . Cette évolution positive peut etre expliquer par les différentes raisons suivantes :

- La libéralisation du taux d'intérêt nominal et son impact positive sur l'épargne des ménages ;
- L'apparition de taux d'intérêt positifs à partir de 1997, ce qui a crée une concurrence intense entres les institutions financières pour attirer les épargnants et fait augmenter le taux d'épargne au niveau national ;
- La hausse des prix des hydrocarbures ,ce qui a augmenter l'épargne des entreprises du secteur de l'énergie.

5.1.2. Le taux d'investissement :

Tableau III.78. Evolution du taux d'investissement

	1990- 1995	1996	1997	1998	1999
I/PIB%	29.8	27.60	23	25.70	24.40

Source : Ministère des finances, rapports annuels,1990-1999.

Le tableau nous fait apparaitre une évolution moindre et instable loin devant le taux d'épargne, ce qui a crée un gap d'épargne .

Le gap d'épargne était de l'ordre de 6% durant la période (1990-1995) , de 10.5% durant la période (1990- 1999).

Le gap d'épargne élevé réalisé nous renseigne sur l'inefficacité du système d'intermédiation financière et son incapacité à élever le niveau du taux de transformation de l'épargne liquide en investissement réel productif , ce qui accroît le taux d'accumulation du capital et donc le taux de croissance économique.

5.1.3. Le taux de croissance économique :

Tableau III.79. Evolution taux du PIB

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
PIB	1.1	-1.2	1.8	-2.1	-0.9	3.8	4.1	1.1	5.1	3.2
%										

Source : Ministère des finances, rapports annuels, 1990-1999.

L'évolution du taux de croissance économique a connu deux périodes distinctes :

- La première (1990- 1994) : La réalisation de taux de croissance économique négatifs, due essentiellement à une faiblesse de la productivité des entreprises du secteur économique et la baisse des prix du pétrole dans le cadre de l'application d'une politique de stabilisation macroéconomique ;
- La deuxième (1995-1999) : La réalisation de taux de croissance économique positifs mais instables dans le cadre de l'application du programme d'ajustement structurel et des prix de pétrole élevés ;

5.2. Impact des réformes financières sur la performance macroéconomique

(2000-2015) : Le tableau nous retrace l'évolution des taux de croissance économique, de l'épargne et d'investissement.

	S / PIB %	I / PIB %	PIB %
2000	41.30	24.40	2.4
2001	40.20	27	2.1
2002	38.90	31.10	4.7
2003	43.60	30.50	6.9
2004	35.70	32.50	5.2
2005	51.70	30	5.1
2006	52	30	2
2007	52.5	30	3
2008	53	31	3.2
2009	50	33	2.5
2010	40	35	3.2
2011	39	36	2.4
2012	38	37	3.3
2013	36	3	2.8

2014	35	40	3.8
------	----	----	-----

Source : Ministère des finances, rapports annuels,2000-2015

5.2.1. L'épargne:

Pendant les années quatre vingt, et pour stabiliser l'économie, les autorités ont commencé par augmenter les taux d'intérêt administrés et les maintenir à des niveaux élevées, puis au début des années 90, les taux d'intérêt ont été libéralisés en Tunisie et au Maroc, les taux restent sous contrôle dans le but de financer le déficit budgétaire et ce grâce à la position dominante de l'Etat dans le secteur bancaire.

Dans la théorie de la libéralisation financière, on considère que l'épargne est une fonction croissante du taux d'intérêt réel du fait que l'effet substitution domine l'effet revenu. En effet, des taux d'intérêt élevés inciteraient les agents à avoir une préférence pour l'épargne et par suite reporteraient une partie de leur consommation présente à une autre période. Or, malgré l'accroissement de l'intermédiation financière dans les pays méditerranéens, mis à part l'Algérie, le taux d'épargne (défini comme l'épargne en % du PIB est resté stable ou en diminution : d'où, le classement suivant par rapport au reste du monde .

Tableau III.81. Taux d'épargne nationale en 2005

	Epargne nationale en pourcentage du PIB en 2005	Classement mondial en maître d'épargne
Algérie	51,2	3
Tunisie	22,1	48
Maroc	25,1	28

Source : Djelassi Mouldi,opu,cit,p.22.

Cette diminution de l'épargne provient du fait que, grâce à la libéralisation financière, les ménages ont accès facilement aux crédits bancaires, donc ils peuvent facilement en

consommer aujourd'hui, en dépassent leur revenu grâce à l'emprunt bancaire.

5.2.2. L'investissement:

Pendant les années 60 et les années 70, le recours à l'endettement a été très facile et l'investissement a atteint des niveaux élevés dans les pays méditerranéens, mais ces investissements restent inefficaces. Selon les réponses données par des études de la banque mondiale, le problème provient du fonctionnement des sociétés elles mêmes : le tissu productif ne fonctionne pas dans un esprit de concurrence, l'entreprise n'est pas incitée à l'ouverture de son capital. Les privatisations n'ont pas abouti à une relance rapide et remarquable de l'activité.

Au cours des quinze dernières années, la croissance du revenu par habitant a été plutôt inférieur à celle de la moyenne des PED (Tunisie exceptée).

Pourtant, les taux d'investissement (FBCF/PIB) ont été comparables à ceux de la moyenne des pays en développement.

Tableau III.84. Taux d'Investissement

1991-2004 (moyenne annuelle %)	Algérie	Tunisie	Maroc
Taux d'investissement (en % du PIB)	30	28	23
Croissance PIB/ habitant	0.6	3.1	1.1

Source : Ibid, p.24.

Le constat essentiel tiré de ce tableau, c'est que l'effet de l'investissement sur la croissance dans ces pays reste faible .

5.2.3. Le taux de croissance économique :

L'évolution du taux de croissance économique a connu la réalisation de taux croissance économique élevés par rapport aux périodes précédentes et ce dans le cadre de l'application de politique de relance économique et des prix de pétrole élevés.

Section 4 : Validation empirique de l'impact du développement financier et De la structure financière sur la croissance économique dans le cadre d'un système financier libéralisé (1990-2015)

1. Présentaton des variables réelles et financières :

Les variables utilisées dans la validation économétrique dans le cadre d'un système financier libéralisé sont décrites comme suit :

- La variable expliquée est le taux du PIB qui mesure la croissance économique ,indicateur de le sphère réelle ;

- Les variables indépendantes (explicatives) qui mesurent le degré de développement monétaire et bancaire sont scindés en quatre groupes distincts :

*Le premier groupe : DV/BM , BM/M1, BM/PIB , M1/PIB , BM/M2,

* Le deuxième groupe : M2/PIB , QM/PIB , QM/M2,ABC/PIB

*Le troisième groupe : CB/PIB, CE/PIB ,CP/CB,CP/PIB,CP/CE,CBC/CET, CET/CI, CBCM/CET

*Le quatrième groupe : TRE, TID/TIC

- Les variables explicatives qui mesurent le développement du système financier (développement financier) et son architecture (structure financière) sont scindés en trois groupes comme suit :

*Le premier groupe ,indicateur du marché financier : TCB , CL , TR ;

*Le deuxième groupe, indicateur du développement financier : TDF, ADF,EDF,DF ;

*Le troisième groupe, indicateur de la structure financière : TST, AST, EST, ST.

Donc, les relations recherchées de la validation économétrique sont décrites comme suit :

*Impact du degré de développement du marché financier sur les variations du taux de croissance économique ;

*Impact des indicateurs du degré de développement monétaire et bancaire et le taux de croissance économique ;

*Impact du développement financier sur les variations du taux de croissance

économique ;

*Impact de l'architecture du système financier sur les variations du taux de croissance économique.

2. Les variables entrées : les variables entrées sont présentées dans les quatre tableaux ci-dessous :

Tableau III.86. Indicateurs de développement monétaire et bancaire

										%
année	PIB	BV/BM	BM/M1	BM/PIB	M1/PIB	BM/M2	M2/PIB	QM/PIB	QM/M2	ABC/
1990	1.10	96	51	25	49	40	62	13	21	-
1991	- 1.20	103	49	19	73	39	48	10	22	-
1992	1.80	88	53	19	35	38	49	14	28	72
1993	- 2.10	78	56	21	37	40	42	15	29	72
1994	- 0.90	101	50	16	32	33	49	17	34	71
1995	3.80	103	49	13	26	23	40	14	35	61
1996	4.10	93	52	12	23	33	36	13	36	54
1997	1.10	88	53	13	24	33	39	15	38	53
1998	5.10	105	49	14	29	25	56	27	48	72
1999	3.20	103	50	14	28	25	55	27	49	74
2000	2.40	90	52	13	25	27	49	24	48	59
2001	2.10	59	63	18	29	31	58	29	50	65
2002	4.70	67	60	19	31	29	55	33	51	73
2003	6.90	41	71	22	31	34	63	33	51	67
2004	5.20	86	54	20	37	30	61	27	42	67
2005	5.10	108	48	15	32	28	55	23	42	56
2006	2.30	138	42	16	37	28	58	19	34	55
2007	3	145	41	19	45	29	64	19	29	55
2008	3.20	156	39	18	45	28	63	20	29	54
2009	2.40	150	38	19	47	30	65	21	30	54
2010	3.40	139	36	20	48	30	69	19	30	54
2011	2.40	137	36	20	49	28	68	19	28	55
2012	3.30	114	38	21	47	28	68	21	30	55
2013	2.80	111	39	22	49	29	72	22	31	54
2014	3.80	122	38	22	54	29	79	24	30	54
2015	3.5	122	38	22	55	29	78	25	30	55

Source : Calculs faits par nos soins .

Tableau III.87. Indicateurs de développement monétaire et bancaire

%

année	CE / PIB	CB/ PB	CP/CB	CP/PI B	CP/CE	CET/C I	CBC/CE T	CBCM/CET	TID / TIC	TR E
1990	45	45	-	-	-	60	56	26	5	16
1991	38	38	-	-	-	67	60	19	4	13
1992	38	38	-	-	-	64	71	10	4	18
1993	18	18	-	-	-	29	51	40	4	16
1994	20	20	-	-	-	39	53	35	5	13
1995	28	28	-	-	-	58	58	28	5	13
1996	30	30	18	5	18	73	61	16	3	3
1997	27	27	15	4	15	64	37	45	1	7
1998	32	32	18	6	18	56	14	74	1	4
1999	36	36	18	7	18	58	19	70	1	6
2000	24	36	29	7	29	59	19	70	2	8
2001	25	25	31	8	31	65	19	71	3	5
2002	28	28	43	12	43	69	19	71	2	7
2003	26	26	43	11	43	77	15	72	3	5
2004	25	25	44	11	44	70	14	72	3	4
2005	24	24	50	12	50	65	14	73	3	6
2006	22	22	55	12	55	65	13	73	4	6
2007	24	24	55	13	55	62	13	74	5	4
2008	24	24	54	13	54	60	12	75	3	3
2009	25	25	54	13	54	55	12	75	3	5
2010	27	27	55	15	55	53	12	76	3	5
2011	25	25	53	14	53	50	11	78	2.5	4
2012	26	26	52	14	52	50	11	78	2.5	4
2013	31	31	53	16	53	37	11	79	2.5	3
2014	38	38	48	18	48	36	10	79	2	3
2015	35	35	49	20	49	36	10	80	2	2.5

Source : Calculs faits par nos soin .

Tableau III.88. Indicateurs de l'architecture du système financier

Année	PIB	VT	TCB	CL	TR	TST	AST	EST
1999	3.2	0.11	0.59214	0.00333	0.56323	-1.07	-3.32	-2.38
2000	2.4	0.72	0.52442	0.01756	3.34961	-1.13	-2.60	-1.36
2001	2.1	0.53	0.34702	0.01256	3.62092	-1.36	-2.80	-1.38
2002	4.7	0.11	0.24666	0.00251	1.01910	-1.69	-3.68	-2.24
2003	6.9	0.02	0.21662	0.00033	0.15315	-1.71	-4.52	-3.00
2004	5.2	0.08	0.16422	0.00130	0.79207	-1.83	-3.93	-2.45
2005	5.1	0.01	0.13751	0.00013	0.09615	-1.94	-4.96	-3.42
2006	2	0.15	0.07875	0.00174	2.22056	-2.18	-3.84	-2.18
2007	3	0.96	0.06941	0.01031	14.8606	-2.27	-3.10	-1.32
2008	3.2	0.02	0.05912	0.00019	0.32307	-2.34	-4.83	-3.24
2009	3	0.11	0.05912	0.00019	0.00307	-2.35	-4.12	-2.59
2010	3.2	0.13	0.06462	0.00108	0.01645	-2.36	-4.14	-2.6
2011	2.4	3.83	0.10254	0.02625	0.25601	-2.12	-2.71	-1.22
2012	3.3	1.17	0.08032	0.00721	0.08986	-2.24	-3.28	-1.78
2013	2.8	0.10	0.07507	0.00060	0.00800	-2.33	-4.43	-2.87

2014	3.8	0.08	0.00005	0.00046	8	-5.49	-4.59	-2.98
2015		1.25	0.09299	0.00753	0.08101	-2.30	-3.39	-1.78

Source : Calculs faits par nos soins .

Tableau III.89. Indicateurs de développement financier %

Année	ST	TDF	ADF	EDF	DF	CP/PIB	MG
1999	-6.77	0.88	-1.63	-2.57	-3.33	7.00	1.25
2000	-5.08	0.88	-0.91	-2.15	-2.19	7.00	2.50
2001	-5.55	0.92	-1.00	-2.42	-2.50	8.00	3.30
2002	-7.60	1.09	-1.52	-2.96	-3.39	12	230
2003	-9.23	1.05	-2.44	-3.96	-5.34	11	3.00
2004	-8.21	1.05	-1.84	-3.32	-4.11	11	2.70
2005	-10.32	1.08	-2.80	-4.34	-6.06	12	2.90
2006	-8.20	1.08	-1.68	-3.34	-3.93	12	3.80
2007	-6.70	1.12	-0.87	-2.65	-2.42	13	4.60
2008	-10.42	1.12	-2.60	-4.20	-5.69	13	3.00
2009	-9.06	1.15	-1.82	-3.34	-4.01	14	2.40
2010	-9.10	1.18	-1.79	-3.32	-3.93	15	2.30
2011	-6.05	1.15	-0.43	-1.94	-2.22	14	2.30
2012	-7.30	1.15	-0.99	-2.50	-2.34	14	2.27
2013	-9.63	1.21	-2.02	-3.57	-4.38	16	2.25
2014	-13.06	1.25	-2.02	-3.68	-4.50	18	2.22
2015	-7.45	1.28	-0.84	-2.46	-2.02	19	2.20

Source : Calculs faits par nos soins .

3. Les résultats de la validation empirique :

Tableau III.90.

Tableau III.90.1. Les variables entrées

Modèles	Variables Entrées	Méthode
1	dépôts à vue/ base monétaire	Enter
2	base monétaire / monnaie	Enter
3	base monétaire / PIB	Enter
4	monnaie/ PIB	Enter
5	masse monétaire M2/ PIB	Enter
6	quasi monnaie/ PIB	Enter
7	quasi monnaie/ masse monétaire	Enter
8	actifs des banques commerciales/PIB	Enter
9	crédits à l'économie/ PIB	Enter

Tableau III.90.2. Résumé des modèles

Modèle	R	R Square	Adjusted R	Std. Error of	Change Statistics
--------	---	----------	------------	---------------	-------------------

s			Square	the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2
1	,131	,017	-,041	2,41924	,017	,295	1	17
2	,430	,185	,083	2,27046	,168	3,301	1	16
3	,555	,308	,170	2,16080	,123	2,665	1	15
4	,606	,368	,187	2,13847	,059	1,315	1	14
5	,741	,549	,375	1,87412	,181	5,228	1	13
6	,743	,552	,328	1,94442	,003	,077	1	12
7	,757	,574	,302	1,98060	,022	,566	1	11
8	,813	,661	,389	1,85357	,087	2,559	1	10
9	,911	,830	,659	1,38411	,169	8,934	1	9

4. L'analyse des résultats de la validation économétrique:

*** La relation entre les dépôts à vue par rapport à la base monétaire (DV/BM) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = 0.131 \text{DV/BM} + 37.45$$

Std errors : (0.20) (2.067)

T-Statistique : (-0.543) (1.812)

F-Statist = 0.295 , R2= 0.131

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle DV/BM n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à DV/BM , $t = 0.543 < 1.92$;
- F-s = 0.295, statistique de Fisher faible ;
- R2= 0.131, coefficient de détermination faible

*** La relation entre la base monétaire monétaire par rapport aux disponibilités monétaires (BM/M1) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = 1.91 \text{BM/M1} - 42.977$$

Std errors: (0.333) (25.789)

T-Statistique: (1.817) (-1.666)

F-Statist= 1.818 , R2= 0.4

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle $BM/M1$ n'explique pas les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats suivants :

- T-s spécifique à $BM/M1$, $t = 1.817 < 1.92$;
- $F-s = 1.818$,statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.4$, coefficient de détermination faible

*** La relation entre la base monétaire par rapport au PIB (BM/PIB) et le taux de croissance économique ($TPIB$) :**

$$TPIB = 0.387BM/PIB - 53.712$$

$$\text{Std errors: } (0.158) (25.409)$$

$$\text{T-Statistique: } (-1.633) (-2.114)$$

$$F\text{-Statis} = 2.227 , R^2 = 0.555$$

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle BM/PIB n'a pas d'influence sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats décrits comme suit :

- T-s spécifique à BM/PIB , $t = 1.633 < 1.92$;
- $F-s = 2.227$,statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.555$, coefficient de détermination moyen

*** La relation entre les disponibilités monétaires par rapport au PIB ($M1/PIB$) et le taux de croissance économique ($TPIB$) :**

$$TPIB = -0.373M1/PIB - 46.402$$

$$\text{Std errors: } (0.066) (25.942)$$

$$\text{T-Statistique: } (-1.174) (-1.789)$$

$$F\text{-Statis} = 2.034 , R^2 = 0.606$$

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle $M1/PIB$ n'explique pas les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à $M1/PIB$, $t = 1.174 < 1.92$;

- $F-s = 2.034$, statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.606$, coefficient de détermination au dessus de la moyenne

*** La relation entre la masse monétaire par rapport au PIB ($M2/PIB$) et le taux de croissance économique ($TPIB$) :**

$$TPIB = 0.683M2/PIB - 17.074$$

$$\text{Std errors: } (0.81) (26.104)$$

$$\text{T-Statistique: } (-2.286) (-0.654)$$

$$F\text{-Statis} = 3.164, R^2 = 0.741$$

Du modèle ci-dessus, on accepte l'hypothèse H_1 selon laquelle $M2/PIB$ a de l'influence sur les variations du taux de croissance économique, et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à $M2/PIB$, $t = 2.286 < 1.92$;
- $F-s = 3.164$ statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.741$, coefficient de détermination fort

*** La relation entre la quasie monnaie par rapport au PIB (QM/PIB) et le taux de croissance économique ($TPIB$) :**

$$TPIB = 0.148QM/PIB - 16.742$$

$$\text{Std errors: } (0.177) (27.109)$$

$$\text{T-Statistique: } (-2.277) (-0.648)$$

$$F\text{-Statis} = 2.462, R^2 = 0.743$$

Du modèle ci-dessus, on accepte l'hypothèse H_1 selon laquelle QM/PIB explique les variations du taux de croissance économique, et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à QM/PIB , $t = 2.277 < 1.92$;
- $F-s = 2.462$, statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.743$, coefficient de détermination fort

*** La relation entre la quasie monnaie par rapport à la masse monétaire (QM/PIB) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = -2.54QM/M2 + 9.566$$

$$\text{Std errors: } (0.809) (44.566)$$

$$\text{T-Statistique: } (-0.752) (0.215)$$

$$\text{F-Statist=} 2.115, R^2 = 0.757$$

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle QM/M2 n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à QM/M2 , $t = 0.752 < 1.92$;
- F-s = 2.115 ,statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.757$, coefficient de détermination fort

*** La relation entre l'actif des banques commerciales par rapport au PIB(ABC/PIB) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = -0.401 ABC/PIB + 37.572$$

$$\text{Std errors: } (0.093) (45.233)$$

$$\text{T-Statistique: } (-1.6) (0.831)$$

$$\text{F-Statist=} 2.559, R^2 = 0.813$$

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle ABC/PIB n'explique pas les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à QM/M2 , $t = 1.6 < 1.92$;
- F-s = 2.559,statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.813$, coefficient de détermination fort

*** La relation entre les crédits à l'économie par rapport au PIB (CE/PIB) et le taux de croissance économique (IPIB) :**

$$PIB = -0.575CB/PIB + 22.691$$

$$\text{Std errors: } (0.065) (34.142)$$

T-Statistique : (2.989) (34.142)

F-Stat= 8.934 , R2= 0.911

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H1 selon laquelle CE/PIB a un impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à CE/PIB , t = 2.989 < 1.92 ;
- F-s = 8.934, statistique de Fisher moyen ;
- R2= 0.911 coefficient de détermination très élevé

Tableau III.90.3. Les variables entrées

Modèles	Variables Entered	Method
1	crédits des banques commerciales à l'économie/PIB	Enter
2	crédits des banques commerciales au secteur privé/Crédits des banques commerciales à l'économie	Enter
3	crédits des banques commerciales au secteur privé/ PIB	Enter
4	crédits au trésor public / crédit intérieur	Enter
5	crédits de la banque centrale / crédits au trésor public	Enter
6	crédits des banques commerciales/ crédits au trésor public	Enter
7	taux d'intérêt débiteurs moins les taux d'intérêt créditeurs	Enter
8	taux d'intérêt réels	Enter

Tableau III.90.4. Résumé des modèles

Modèles	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics			
					R Square Change	F Change	df1	df2
1	,017	,000	-,059	2,43982	,000	,005	1	17
2	,104	,011	-,113	2,50158	,011	,171	1	16
3	,314	,098	-,082	2,46661	,088	1,457	1	15
4	,577	,332	,142	2,19698	,234	4,908	1	14
5	,609	,371	,129	2,21359	,038	,791	1	13
6	,728	,530	,295	1,99159	,159	4,060	1	12
7	,729	,531	,233	2,07751	,001	,028	1	11
8	,770	,593	,267	2,03025	,062	1,518	1	10

*** La relation entre les crédits des banques commerciales par rapport au PIB**

(CBC/PIB) et le taux de croissance économique (TPIB) :

$$\text{TPIB} = -0.017\text{CBC/PIB} + 2.823$$

Std errors : (2.406) (0.08)

T-Statistique:(1.173) (-0.068)

F= 0.005 , R2= 0.017

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle CBC/PIB n'explique pas les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à CBC/PIB , $t = 1.173 < 1.92$;
- F-s = 0 .005 ,statistique de Fisher faible ;
- R2= 0.017 , coefficient de détermination faible

*** La relation entre les crédits bancaires au secteur privé par rapport au crédit à l'économie (CP/CE) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = -0.021\text{CP/CE} + 0.051$$

Std errors: (3.77) (0.051)

T-Statistique : (0.436) (0.413)

F-Statis= 0.088 , R2= 0.104

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle CP/CE n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à CP/CE , $t = 0.436 < 1.92$;
- F-s = 0.088 ,statistique de Fisher faible ;
- R2= 0.104 , coefficient de détermination faible

*** La relation entre les crédits bancaires au secteur privé par rapport au PIB(CP/PIB) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = -1.235\text{CP/PIB} + 1.113$$

Std errors: (3.937) (0.922)

T-Statistique: (0.2) (1.207)

F-Statist= 0.546 , R2 = 0.314

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle CP/PIB n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à CP/PIB , $t = 0.2 < 1.92$;
- F-s = 0.546 ,statistique de Fisher faible ;
- R2= 0.16 , coefficient de détermination faible

*** La relation entre les crédits bancaires au secteur privé par rapport au crédit intérieur (CPU/CI) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = -0.517\text{CPU/CI} + 0.033$$

Std Error: (3.54) (0.015)

T : (-0.28) (2.215)

F= 1.743 , R2= 0.577

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle CPU/CI n'explique pas les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à CPU/CI , $t = 0.28 < 1.92$;
- F-s = 1.743 ,statistique de Fisher faible ;
- R2= 0.577 , coefficient de détermination moyen

*** La relation entre les crédits des banques commerciales par rapport (CBC/CSPU) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = -0.242\text{CBC/CSPU} - 0.043$$

Std errors : (0.31) (0.049)

T-Statistique: (-0.08) (0.889)

F-Statist= 1.532 , R2= 0.609

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle CBC/CSPU n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à CBC/CSPU , $t = 0.08 < 1.92$;
- F-s = 1.532 ,statistique de Fisher faible ;
- R2= 0.609 , coefficient de détermination au dessus de la moyenne

*** La relation entre les crédits bancaires par rapport (CBCO/CSPU) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = 0.457\text{CBCO/CSPU} + 0.024$$

Std errors: (3.638) (0.015)

T-Statistique: (-0.524) (2.015)

F-Statist= 1.253 , R2= 0.728

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle CBCO/CSPU n'explique pas les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à CBCO/CSPU , $t = 0.524 < 1.92$;
- R2= 0.728 , coefficient de détermination élevé
- F-s = 1.253 ,statistique de Fisher faible ;

*** La relation entre les taux d'intérêt débiteurs par rapport aux taux d'intérêt créditeurs (TID/TIC) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = -0.07\text{TID/TIC} - 0.121$$

Std errors: (3.814) (0.725)

T-Statistique: (-0.483) (-0.167)

F-Statist= 1.779 , R2= 0.729

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle TID/TIC n'explique pas les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à TID/TIC , $t = 0.483 < 1.92$;
- F-s = 1.779 ,statistique de Fisher faible ;
- R2= 0.729 , coefficient de détermination faible

*** La relation entre le taux de réescompte (TRE) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = 0.667\text{TRE} + 0.163$$

$$\text{Std errors: } (4.182) \ (0.132)$$

$$\text{T-Statistique: } (-0.999) \ (1.232)$$

$$\text{F-Statist=} \ 1.82 \ , \ R2 = 0.77$$

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle TRE n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à TRE , $t = 0.999 < 1.92$;
- F-s = 1.82 ,statistique de Fisher faible ;
- R2= 0.16 , coefficient de détermination faible

Tableau III.91.

Tableau III.91.1. : Les variables entrées

Modèle	Variables Entered	Method
1	dimension de développement financier = $\log (\text{TCB} + \text{CPPIB})$	Enter
2	activité de développement financier = $\log (\text{CL} . \text{CPPIB})$	Enter
3	efficacité de développement financier = $\log (\text{CL} / \text{MB})$	Enter
4	crédits des banques commerciales au secteur privé / PIB	Enter
5	marge bancaire = $\text{taux d'intérêt débiteurs} - \text{taux d'intérêt créditeurs}$	Enter

Tableau III.91.2. Résumé des modèles

Modèles	R	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
			R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	,777	1736,91527	,603	12,153	1	8	,008	
2	,777	1856,83955	,000	,000	1	7	,998	
3	,820	1823,94316	,069	1,255	1	6	,305	
4	,980	701,11501	,288	35,606	1	5	,002	
5	,980	772,33399	,001	,120	1	4	,746	3,084
Variables Entered								Méthode
1	capitalisation boursière							Enter
2	valeur transigée							Enter
3	taux de capitalisation boursière= CB/ PIB							Enter
4	coefficient de liquidité = VT / PIB							Enter
5	taux de rotation = VT / CB							Enter
6	dimension de structure financière = log (TCB / CPPIB)							Enter
7	activité de structure financière = log (CL / CPPIB)							Enter
8	efficacité de structure financière = log (CL .MB)							Enter

Tableau III.91.3. Résumé des modèles

Modèles	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics			
					R Square Change	F Change	df1	df2
1	,830	,688	,649	1539,58130	,688	17,651	1	8
2	,844	,712	,630	1582,04489	,024	,576	1	7
3	,858	,737	,605	1632,59293	,025	,573	1	6
4	,859	,737	,527	1787,80034	,000	,003	1	5
5	,882	,778	,501	1836,52584	,041	,738	1	4
6	,992	,984	,953	560,86667	,206	39,888	1	3
7	,992	,985	,931	683,81319	,000	,018	1	2
8	,994	,989	,899	825,41094	,004	,373	1	1

Tableau III.91.4. Les variables entrées

Modèles	Variables Entered	Méthode
1	taux de rotation = VT / CB , taux de capitalisation boursière = CB / PIB , coefficient de liquidité = VT / PIB	Enter
2	efficacité de structure financière = $\log (CL \cdot MB)$, dimension de structure financière = $\log (TCB / CPPIB)$, activité de structure financière = $\log (CL / CPPIB)$	Enter
3	dimension de développement financier = $\log (TCB + CPPIB)$	Enter

Tableau III.91.5. Résumé des modèles							
Modèles	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics		
					R Square Change	F Change	df1
1	,857	,735	,603	1637,85294	,735	5,555	3
2	,994	,987	,962	507,76352	,252	19,809	3
3	1,000	1,000	,999	66,38096	,013	173,532	1

*** La relation entre le taux de capitalisation (TCB) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = -0.706TCB + 9250.446$$

$$\text{Std errors: } (12844) (2545.803)$$

$$T\text{-Statistique: } (-0.757) (3.74)$$

$$F\text{-Statis} = 0.858, R^2 = 0.573$$

Du modèle ci-dessus, on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle TCB n'explique pas les variations du taux de croissance économique, et ce selon les résultats qui suivent :

- T-s spécifique à TCB, $t = 0.757 < 1.92$;
- $F = 0.858$, statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.573$, coefficient de détermination moyen

*** La relation entre le coefficient de liquidité (CL) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = -0.05CL + 9250.446$$

Std errors: (428463) (4365)

T-Statistique: (-0.059) (2.119)

F-Statist= 0.003 , R² = 0.859

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H₀ selon laquelle CL n'a pas d'influence sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à CL , t = 0.059 < 1.92 ;
- F-s = 0.003, statistique de Fisher faible ;
- R² = 0.859, coefficient de détermination fort

*** La relation entre le taux de rotation (TR) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = -0.5.299TR + 13003.488$$

Std errors: (3591) (6260)

T-Statistique: (-0.859) (2.077)

F-Statist= 0.73 , R² = 0.88

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H₀ selon laquelle TR n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à TR , t = 0.859 < 1.92 ;
- F-s = 0.73 , statistique de Fisher faible ;
- R² = 0.88 , coefficient de détermination élevé

*** La relation entre les crédits des banques commerciales par rapport au PIB (CBC/PIB) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = 10.75CBC/PIB + 163974.53$$

Std errors: (1978.874) (29335.32)

T-Statistique: (5.967) (5.59)

F-Stat=35.60 , R²= 0.98

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H1 selon laquelle CBC/PIB explique les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à CBC/PIB , $t = 5.967 < 1.92$;
- F-s = 35.60 ,statistique de Fisher élevé ;
- R²= 0.98 , coefficient de détermination très élevé

*** La relation entre la marge bancaire (MB) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = 1.8MB + 158275.91$$

Std errors: (1513.63) (36249.3)

T-Statistique: (0.347) (4.36)

F-Stat=0.12 , R²= 0.98

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle MB n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à MB , $t = 0.347 < 1.92$;
- F-s = 0.12,statistique de Fisher faible ;
- R²= 0.98, coefficient de détermination très élevé

*** La relation entre la taille du développement financier(TDF) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = 0.777TDF - 15315.441$$

Std errors: (6061.086) (6244.334)

T-Statistique: (3.486) (- 2.453)

F-Stat= 12.153 , R²= 0.777

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H1 selon laquelle TDF explique les

variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à TDF , $t = 3.486 < 1.92$;
- F-s = 12.153 ,statistique de Fisher fort ;
- $R^2 = 0.777$, coefficient de détermination fort

***La relation entre l'activité du développement financier (ADF) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = 0.001\text{ADF} - 15320.245$$

$$\text{Std errors: } (997.337) (6905.766)$$

$$\text{T-Statistique: } (0.003) (-2.28)$$

$$\text{F-Statist=} 0 , R^2 = 0.777$$

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle ADF n'a pas d'influence sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à ADF , $t = 0.003 < 1.92$;
- F-s = 0 ,statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.777$, coefficient de détermination fort

***La relation entre l'efficacité du développement financier (EDF) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = - 1.894\text{EDF} - 15044.92$$

$$\text{Std Error: } (5696.722) (8257.921)$$

$$\text{T-Statistique: } (-1.12) (-1.216)$$

$$\text{F-Statist=} 1.255 , R^2 = 0.82$$

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle EDF n'explique pas les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à EDF , $t = 1.12 < 1.92$;

- $F-s = 1.255$, statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.82$, coefficient de détermination fort

*** La relation entre le développement financier (DF) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = DF +$$

$$\text{Std errors : } () ()$$

$$\text{T-Statistique: } () ()$$

$$F\text{-Statis} = , R^2 =$$

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H_0 selon laquelle DF n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à DF , $t = 1.67 < 1.92$;
- $F-s = 2.8$, statistique de Fisher faible ;
- $R^2 = 0.16$, coefficient de détermination faible

*** La relation entre la taille de la structure financière (TST) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$TPIB = -2.622TST - 29305.004$$

$$\text{Std errors: } (2375.31) (-6966.59)$$

$$\text{T-Statistique: } (-6.316) (-4.207)$$

$$F\text{-Statis} = 39.88 , R^2 = 0.992$$

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H_1 selon laquelle TST a un impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à TST , $t = 6.316 < 1.92$;
- $F-s = 39.88$, statistique de Fisher forte ;
- $R^2 = 0.992$, coefficient de détermination très élevé

***La relation entre l'activité de la structure financière (AST) et le taux de croissance**

économique (TPIB) :

$$\text{TPIB} = -0.54\text{AST} - 28770.81$$

Std errors: (1263.807) (9373.89)

T-Statistique: (-0.135) (-3.069)

F-Statist= 0.018 , R2=0.992

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle AST n'explique pas les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à AST, $t = 0.135 < 1.92$;
- F-s = 0.018 ,statistique de Fisher faible ;
- R2= 0.992 , coefficient de détermination très élevé

***La relation entre l'efficacité de la structure financière (EST) et le taux de croissance économique (TPIB) :**

$$\text{TPIB} = -1.852\text{EST} - 12049.046$$

Std errors: (10217.057) (29636.925)

T-Statistique: (-0.61) (-0.407)

F-Statist= 0.373 , R2= 0.994

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle EST n'explique pas et n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à EST , $t = 0.61 < 1.92$;
- F-s = 0.373 ,statistique de Fisher faible ;
- R2= 0.994 , coefficient de détermination faible

***La relation entre la structure financière (ST) et le taux de croissance économique**

(TPIB) :

$$\text{TPIB} = \text{ST} -$$

Std errors : () ()

T-Statistique : () ()

F-Statist= , R2=

Du modèle ci-dessus , on accepte l'hypothèse H0 selon laquelle ST n'explique pas et n'a pas d'impact sur les variations du taux de croissance économique ,et ce selon les résultats qui suit :

- T-s spécifique à ST , $t = 1.67 < 1.92$;
- F-s = 2.8 ,statistique de Fisher faible ;
- R2= 0.16 , coefficient de détermination faible.

4.Commentaire sur les résultats de la validation économétrique :

4-1.Les résultats :

1- Le système bancaire :

*Régression : seul le premier groupe de variables qui est significatif de l'ordre 95%, le restant n'est pas significatif.

*Corrélation/ Régression :

- BM/M2 : Significatif à 90%, corrélation négative ;
- QM/PIB : Significatif à 99%, corrélation positive ;
- QM/M2 : Significatif à 99%, corrélation positive ;
- CBC/CET : Significatif à 95%, corrélation positive ;
- TRE : Significatif à 99%, corrélation positive ;

2- Le développement du système financier :

*Régression : Toutes les régressions sont significatives :

- Le premier groupe à 95% ;
- Le deuxième groupe à 95% ;
- Le troisième groupe à 99%.

* Corrélation/Régression :

- CB : Significatif à 99%, corrélation négative ;
- TCB/PIB : Significatif à 99%, corrélation négative ;
 - ADF : Significatif à 99%, corrélation positive ;
- CBC/CSPUB : Significatif à 99%, corrélation positive ;
- MB : significatif à 95% , corrélation positive.

3- L'architecture du système financier :

- ASF : Significatif à 99%, corrélation négative;

4-2. Analyse des résultats:

***Le marché financier** : pas de corrélation entre le sous-développement du marché

financier (taille exigüe, activité médiocre , liquidité faible) et le taux de croissance économique, indicateur du développement de la sphère réelle ;

***Le développement monétaire et bancaire** a eu un impact sur les variations du taux de croissance dans le cadre d'une structure financière déficiente caractérisée par une économie d'endettement sous-développée couplée à un système financier semi-libéralisé .

*** Le développement financier** (taille réduite, activité médiocre ,efficacité inexistante) a eu un impact mitigé sur les variations du taux de croissance dans le cadre d'une structure financière déficiente caractérisée par une économie d'endettement sous-développée couplée à un système financier semi-libéralisé (en voie de libéralisation).

*** L'architecture du système financier** (taille réduite, activité médiocre , efficacité inexistante) a eu un impact mitigé sur les variations du taux de croissance dans le cadre d'une économie d'endettement sous-développée couplée à un système financier semi-libéralisé .

La réforme monétaire et financière, véhiculée principalement par la L.M.C. est conçue sous l'angle de la mutation qualitative de l'intermédiation financière, à savoir la mutation d'une intermédiation financière singulière basée sur l'offre politique et corollaire d'une sous-intermédiation financière - sous-produit du sous-développement institutionnel et financier - à

une intermédiation financière efficiente qui se base sur l'allocation optimale des fonds prêtables émanant essentiellement des ressources à terme et corollaire d' une transformation

financière de l'épargne financière des ménages et de la mutation qualitative de la monétaire, à savoir la mutation d'une régulation monétaire directe à une régulation monétaire active.

L'abandon de l'économie d'endettement à découvert administré et l'édification d'une structure financière saine, à savoir une économie de crédit avec un pôle unique de décision monétaire : la Banque d'Algérie, susceptible de canaliser les ressources financière, forcément limitées, vers les activités les plus rentables, l'assainissement institutionnel et la contractualisation des relations, la mise en place d'un cadre de contrôle des banques et de protection de l'épargne et la mise en avant du principe d'intériorisation de la contrainte du taux de change; seules à même d'assurer un financement sain de l'économie .

Pour mieux s'intégrer dans la dynamique financière actuelle marquée par la globalisation financière corollaire de la marchandisation du financement et de l'interconnexion des marchés financiers ainsi que l'émergence de la spécialisation de l'intermédiation financière et de la désintermédiation financière, l'Algérie doit consacrer l'intermédiation financière par le marché - étape suprême de l'intermédiation financière institutionnelle - condition sine qua non d'une allocation des ressources financières rares .

Conclusion du chapitre :

L'objectif de ce chapitre était de discuter de la pratique des réformes financières liées à la libéralisation en Algérie. Pour cela, nous avons exposé, dans un premier temps, les discussions théoriques relatives au respect d'un ordonnancement adéquat aux réformes et discuté longuement, dans un deuxième temps, l'expérience de libéralisation financière.

L'idée du respect d'un ordonnancement des réformes émane des études empiriques relatives aux expériences de libéralisation des pays latino-américains et asiatiques. Deux idées principales ont été soulevées. La première concerne la mise en place d'un plan de stabilisation préalable (stabilisation de l'inflation et du déficit budgétaire) et la seconde concerne l'application et le respect des règles de régulation et de supervision bancaire. Bien que la stabilisation économique est conseillée à tout pays en situation de réformes, la supervision bancaire est considérée comme indispensable à la stabilité financière et surtout au succès de la libéralisation. A la lumière de ces discussions nous avons exposé l'expérience de libéralisation financière en Algérie. Afin de comparer l'ordre des réformes suivi avec celui énoncé par la théorie. Plusieurs remarques peuvent être formulées dans ce sens.

A la veille des réformes l'Algérie présentait les symptômes d'une économie en déséquilibre avec un système financier en crise caractérisé par l'absence ou la faiblesse de règles de régulation et de supervision bancaire. Cette double caractérisation place le pays dans la première catégorie selon le tableau 1 de ce chapitre c'est à dire des pays avec une instabilité économique et une régulation bancaire inadéquate. L'ordonnancement des réformes suivit ne correspond pourtant pas à l'ordre défini par ce tableau. Un respect relatif des étapes de réformes notamment en Algérie pour l'ensemble des réformes. En effet, les taux d'intérêt ont été libéralisés d'une façon progressive.

Certes, l'efficacité des secteurs financiers dépend de leur modernisation dont en priorité la modernisation du secteur bancaire. Dans la littérature sur la répression financière on a appris que l'interventionnisme oublie ne permet pas d'acheminer facilement l'épargne vers l'investissement.

Conclusion générale :

En trois parties et six chapitres, cette thèse avait comme but d'étudier l'ampleur de l'impact de l'architecture et du développement du système financier sur la croissance économique en Algérie, dans le cadre de la mise en œuvre des politiques de répression et de libéralisation financières.

Le secteur financier en Algérie s'est caractérisé depuis longtemps par un niveau de développement très bas en raison de la politique de contrôle monétaire direct qu'exerçait sur lui le gouvernement central. Cette politique, aidée en grande partie par les revenus externes dont bénéficiait l'Etat, a permis pendant deux décennies de maintenir un taux de croissance économique relativement élevé. Mais les chocs externes qu'a connu le pays à partir des années quatre vingt ont révélé les limites de cette politique qui n'arrivait plus à rétablir les déséquilibres subis suite à la baisse des revenus externes. La baisse vertigineuse du taux de croissance économique additionné au déficit de la balance des paiements et l'accroissement de la dette externe a obligé l'Etat à faire appel à l'aide des autorités de Breton Woods qui lui ont exigé la mise en place d'un programme de réformes économiques afin de rétablir les déséquilibres .

L'analyse des réformes économiques appliquées en Algérie a concerné uniquement la libéralisation du secteur financier. Mais avant d'exposer les résultats que nous avons obtenus et discuter les nouvelles pistes de recherches ouvertes sur le système financier, nous rappelons ci après la démarche que nous avons suivie tout au long de cette thèse et les enseignements que nous avons déduits.

Au terme de cette étude, nous constatons que notre pays , a appliqué à partir des années 1990, la politique de libéralisation financière dans le cadre du PAS; afin de stimuler la croissance économique et de réparer les distorsions économiques. Nous avons vu que le processus de libéralisation financière avait pour but de développer le

système financier en place basé sur le secteur bancaire afin d'agir positivement sur les activités économiques, à travers l'augmentation de capacité du système financier à collecter l'épargne nationale et à l'allouer d'une manière efficace aux investissements productifs. Or, dans le cas sud-coréen les réformes financières néolibérales dans le cadre de la libéralisation financière ont eu pour objectif de remplacer le système financier basé sur les banques (State-led bank-based financial system) par un système dépendant de plus en plus des marchés financiers (Financial market based system). Elles ont été préférées à l'application de réformes strictes au sein du modèle en place (système financier fondé sur les banques).

Notre démarche a consisté à nous demander si les réformes financière menées ont donné une place plus importante au développement boursier ou au développement du secteur bancaire en place et quels étaient les impacts de la politique de libéralisation financière sur les principaux indicateurs financiers et économiques. Pour répondre à cette question, nous avons effectué une analyse quantitative des réformes financières dans le cadre de l'application de libéralisation financière afin d'appréhender le poids de chaque type de financement par le biais des indicateurs de développement financier et leur évolution dans le temps.

Ensuite, il nous a semblé très important de savoir quel type de système financier devrait être favorisé dans le financement de l'économie, le système financier fondé sur les banques ou celui basé sur les marchés financiers. En effet, le modèle théorique de Boot & Thakor (1997) montre que dans les pays où les agents à capacité de financement qui ne peuvent pas obtenir facilement les informations sur les agents à besoin de financement et où les emprunteurs possèdent relativement une mauvaise réputation du crédit (besoin de beaucoup de contrôle ex-ante et ex-post), le système bancaire est plus efficace qu'un système basé sur les bourses dans le financement des activités économiques des PVD.

Notre méthode empirique a consisté à observer l'effet des valeurs moyennes des indicateurs financiers sur le taux de croissance moyen de PIB à long terme dans l'objectif d'isoler la contribution de chaque type de financement (direct ou indirect) à

la croissance de long terme. Pour y parvenir, nous avons utilisé un modèle linéaire simple en coupe instantanée (cross country regression) sur un grand échantillon de pays (58 pays) dont 32 PVD afin d'avoir des perspectives et des renseignements pour les 3 pays étudiés. Nous avons employé l'estimateur des MCO utilisé par King & Levine (1993), Beck & Levine (2004), Levine (1997), Levine & Zervos (1998) et Andersen (2003) afin d'estimer les coefficients de variables financières. Nous nous sommes appuyés sur une abondante étude empirique et théorique qui montre un lien positif entre développement financier et développement économique [King & Levine (1993 a,b,c), Atje & Jovanovic (1993), Levine (1997), Levine & Zervos (1996), Arestis & Demetriades (1997), Levine & Zervos (1998), Arestis, Demetriades & Luintel (2001), Andersen (2003) et Beck & Levine (2004)].

Dans cette thèse, nous arrivons à la conclusion selon laquelle les réformes financières proposées dans le cadre de la politique de libéralisation financière doivent respecter la nature et la structure du système financier en place. Par ailleurs, une telle politique doit être accompagnée par une politique de stabilité macro-économique qui assure un niveau stable des prix et un système fiscal efficace pour compenser les pertes de ressources, une ouverture progressive à l'extérieur s'accompagnant d'une supervision et d'une régulation prudentielle adéquates au système financier.

Nous pensons que chaque système financier efficace doit être adapté aux besoins de l'économie qu'il sert. Nous pensons aussi que la structure du système financier doit être désigné par les agents économiques qui choisissent eux-mêmes leur source de financement. Ce ne sont pas les agents qui doivent adapter leurs besoins au rythme de tel ou tel système. Donc, l'Etat ne doit pas imposer, adopter ou privilégier tel ou tel système financier comme on l'a vu dans le cas sud coréen où les agents se retrouvent dans une situation où le système ne répond pas à leurs besoins.

Nous sommes tout à fait d'accord avec Allen (1993) qui relie la structure du système financier à la complexité des décisions prises par les agents à besoin de financement. Le système librement désigné par les agents sera plus efficace qu'un

autre système pour répondre aux besoins des agents de l'économie et résoudre le problème d'asymétrie d'information.

Les réformes financières menées dans le cadre de la libéralisation financière, ont réussi à favoriser la plupart des indicateurs financiers. Les taux d'intérêt réels ont pris des valeurs positives, et la marge d'intérêt a-t-elle baissé tout au long des années 1990. Parallèlement, une partie importante des ressources bancaires a été libérée par la baisse du ratio des réserves obligatoires aidant ainsi à augmenter la capacité des banques à offrir des crédits et à diversifier leurs ressources. Par ailleurs, l'augmentation du capital minimum des banques et l'application stricte du ratio de fonds propres ont contribué à consolider le secteur bancaire face aux risques, ce qui a accru la confiance dans le système. Enfin, les autorités monétaires se sont mises à utiliser un nombre croissant d'instruments indirects à la place des instruments directs. En somme, les réformes financières dans ces pays se sont traduites par des effets positifs sur le développement du système financier manifestant une tendance positive dans le développement du secteur bancaire et non du secteur boursier. a montré une tendance. La bourse reste peu performante et peu liquide.

Les réformes financières n'ont pas réussi à développer de manière satisfaisante les marché financier. Ces réformes ont accordé une place plus importante au développement du secteur bancaire qu'au développement de la bourse, ce qui peut être imputable à la structure du système financier basé sur les banques. En effet, l'application de la libéralisation financière a pris en compte la structure du système financier en vue de le développer et d'agir positivement sur le processus de la production. Autrement dit, les réformes financières ont respecté le système financier en place dans le pays.

Notre investigation empirique confirme donc notre investigation théorique s'appuyant sur le modèle de Boot & Thakor (1997) selon lequel un système financier basé sur les Banques dans les PVD comme l'Algérie contribue davantage à la croissance économique à long terme qu'un système basé sur les marchés financiers .

ANNEXES

Annexe : 01

Validation empirique de l'impact du développement financier et de la structure financière sur la croissance dans le cadre d'un système financier réprimé (1970-1989)

Tableau III.1. Les variables entrées

Mode	Variables Entered	Method
1		
1	crédits à l'économie/ PIB	Enter
2	crédits à l'économie / crédit intérieur	Enter
3	crédits de la banque centrale au trésor / crédits au trésor	Enter
4	crédits des banques commerciales au trésor public / crédits au trésor public	Enter
5	crédits réescomptés / crédits des banques commerciales	Enter
6	taux d'intérêt réel	Enter

Tableau III.2. Résumé des modèles

Modèles	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,073	,005	-,050	7,08810	
2	,335	,112	,007	6,89172	
3	,358	,128	-,035	7,03743	
4	,396	,157	-,068	7,14871	
5	,402	,161	-,138	7,38030	
6	,456	,208	-,157	7,44136	3,319

Tableau III.3. Les coefficients						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	7,653	9,529		,803	
	crédits à l'économie/ PIB	-,059	,191	-,073	-,310	,432
2	(Constant)	-8,722	14,740		-,592	,760
	crédits à l'économie/ PIB	-,085	,187	-,105	-,456	,562
	crédits à l'économie / crédit intérieur	,254	,178	,328	1,428	,654
3	(Constant)	-22,601	29,353		-,770	,453
	crédits à l'économie/ PIB	-,139	,215	-,171	-,649	,526
	crédits à l'économie / crédit intérieur	,433	,372	,559	1,164	,262
	crédits de la banque centrale au trésor / crédits au trésor	,087	,158	,267	,551	,589
4	(Constant)	-48,457	47,020		-1,031	,319
	crédits à l'économie/ PIB	-,155	,219	-,190	-,706	,491
	crédits à l'économie / crédit intérieur	,592	,439	,764	1,348	,198
	crédits de la banque centrale au trésor / crédits au trésor	,290	,328	,888	,886	,390
	crédits des banques commerciales au trésor public / crédits au trésor public	,248	,349	,488	,711	,488
5	(Constant)	-37,952	62,130		-,611	,551
	crédits à l'économie/ PIB	-,099	,305	-,122	-,325	,750
	crédits à l'économie / crédit intérieur	,382	,897	,493	,426	,677
	crédits de la banque centrale au trésor / crédits au trésor	,269	,347	,823	,775	,451

6	crédits des banques commerciales au trésor public / crédits au trésor public	,240	,362	,471	,662	,518
	crédits réescomptés / crédits des banques commerciales	,163	,603	,238	,271	,790
	(Constant)	-27,695	63,724		-,435	,671
	crédits à l'économie/ PIB	-,045	,314	-,055	-,144	,888
	crédits à l'économie / crédit intérieur	,211	,925	,273	,229	,823
	crédits de la banque centrale au trésor / crédits au trésor	,306	,353	,936	,867	,401
	crédits des banques commerciales au trésor public / crédits au trésor public	,241	,365	,473	,660	,521
	crédits réescomptés / crédits des banques commerciales	,394	,662	,574	,595	,562
	taux d'intérêt réel	1,833	2,087	,251	,878	,396

Tableau III.4. Les variables entrées

Modèles	Variables Entrées	Méthode
1	dépôts à vue/ base monétaire	Enter
2	base monétaire / monnaie	Enter
3	base monétaire / PIB	Enter
4	monnaie/ PIB	Enter
5	base monétaire/M2	Enter
6	masse monétaire M2/ PIB	Enter
7	quasi monnaie/ PIB	Enter
8	quasi monnaie/ masse monétaire	Enter
9	crédits des banques commerciales / PIB	Enter

Tableau III.5. Résumé des modèles

Modèles	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics			
					R Square Change	F Change	df1	df2

1	,175	,031	-,023	6,99695	,031	,571	1	18
2	,182	,033	-,081	7,19145	,002	,040	1	17
3	,318	,101	-,067	7,14682	,068	1,213	1	16
4	,416	,173	-,048	7,08079	,072	1,300	1	15
5	,442	,195	-,092	7,23018	,022	,387	1	14
6	,485	,235	-,118	7,31286	,040	,685	1	13
7	,648	,420	,081	6,63014	,184	3,815	1	12
8	,761	,579	,272	5,90108	,159	4,148	1	11
9	,761	,579	,200	6,18646	,000	,009	1	10

Tableau III.6. Les coefficients		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
Modèles		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-3,455	10,961		-,315	,756
	dépôts à vue/ base monétaire	,065	,086	,175	,755	,460
2	(Constant)	-45,560	212,111		-,215	,832
	dépôts à vue/ base monétaire	,185	,609	,499	,303	,765
	base monétaire / monnaie	,608	3,061	,327	,199	,845
3	(Constant)	28,000	221,123		,127	,901
	dépôts à vue/ base monétaire	-,006	,629	-,017	-,010	,992
	base monétaire / monnaie	-,192	3,127	-,103	-,061	,952
	base monétaire / PIB	-,537	,488	-,283	-1,101	,287
4	(Constant)	-37,685	226,529		-,166	,870
	dépôts à vue/ base monétaire	,336	,692	,909	,486	,634
	base monétaire / monnaie	,346	3,134	,186	,110	,914
	base monétaire / PIB	1,373	1,743	,724	,787	,443
	monnaie/ PIB	-,867	,760	-1,033	-1,140	,272
5	(Constant)	-128,084	273,212		-,469	,646
	dépôts à vue/ base monétaire	,583	,811	1,576	,720	,484
	base monétaire / monnaie	,683	3,246	,367	,211	,836
	base monétaire / PIB	1,796	1,906	,947	,942	,362
	monnaie/ PIB	-,963	,792	-1,148	-1,217	,244
	base monétaire/M2	,964	1,550	,423	,622	,544
6	(Constant)	-66,282	286,245		-,232	,820

	dépôts à vue/ base monétaire	,285	,896	,770	,318	,755
	base monétaire / monnaie	-1,508	4,218	-,811	-,358	,726
	base monétaire / PIB	,223	2,707	,118	,082	,936
	monnaie/ PIB	-1,620	1,127	-1,931	-1,437	,174
	base monétaire/M2	2,827	2,743	1,239	1,031	,322
	masse monétaire M2/ PIB	1,192	1,440	1,752	,828	,423
7	(Constant)	-445,936	324,240		-1,375	,194
	dépôts à vue/ base monétaire	1,335	,974	3,608	1,371	,195
	base monétaire / monnaie	-2,948	3,894	-1,584	-,757	,464
	base monétaire / PIB	-,183	2,463	-,096	-,074	,942
	monnaie/ PIB	-1,453	1,026	-1,732	-1,417	,182
	base monétaire/M2	10,588	4,687	4,642	2,259	,043
	masse monétaire M2/ PIB	,685	1,331	1,006	,514	,616
	quasi monnaie/ PIB	5,018	2,569	2,161	1,953	,075
8	(Constant)	-721,419	318,710		-2,264	,045
	dépôts à vue/ base monétaire	2,043	,934	5,520	2,187	,051
	base monétaire / monnaie	-3,660	3,484	-1,967	-1,051	,316
	base monétaire / PIB	,741	2,238	,391	,331	,747
	monnaie/ PIB	-1,435	,913	-1,711	-1,572	,144
	base monétaire/M2	14,897	4,678	6,532	3,185	,009
	masse monétaire M2/ PIB	,623	1,185	,916	,526	,609
	quasi monnaie/ PIB	,568	3,162	,245	,180	,861
	quasi monnaie/ masse monétaire	5,456	2,679	2,601	2,037	,066
9	(Constant)	-695,795	434,246		-1,602	,140
	dépôts à vue/ base monétaire	1,970	1,254	5,325	1,571	,147
	base monétaire / monnaie	-3,799	3,949	-2,042	-,962	,359
	base monétaire / PIB	,674	2,457	,355	,274	,789
	monnaie/ PIB	-1,439	,958	-1,715	-1,502	,164
	base monétaire/M2	14,667	5,497	6,431	2,668	,024
	masse monétaire M2/ PIB	,616	1,245	,905	,494	,632
	quasi monnaie/ PIB	,537	3,333	,231	,161	,875
	quasi monnaie/ masse monétaire	5,426	2,828	2,586	1,918	,084

crédits des banques commerciales / PIB	,039	,423	,051	,092	,928
---	------	------	------	------	------

Tableau III.7. Les caractéristiques des statistiques			
	Mean	Std. Deviation	N
PRODUIT INTERIEUR BRUT	4,7400	6,91744	20
dépôts à vue/ base monétaire	126,3500	18,69499	20
base monétaire / monnaie	44,3500	3,71731	20
base monétaire / PIB	25,9500	3,64872	20
monnaie/ PIB	58,9000	8,24557	20
base monétaire/M2	40,4000	3,03315	20
masse monétaire M2/ PIB	64,9000	10,16651	20
quasi monnaie/ PIB	6,1500	2,97843	20
quasi monnaie/ masse monétaire	9,1500	3,29713	20
crédits des banques commerciales / PIB	48,7000	9,01519	20
crédits à l'économie/ PIB	49,1000	8,49706	20
crédits à l'économie / crédit intérieur	69,4500	8,92940	20
crédits au trésor public / crédit intérieur	30,5500	8,92940	20
crédits de la banque centrale au trésor / crédits au trésor	47,2000	21,16004	20
crédits des banques commerciales au trésor public / crédits au trésor public	24,2000	13,58250	20
crédits réescomptés / crédits des banques commerciales	15,5500	10,08112	20
taux d'intérêt réel	-3,5000	,94591	20

Tableau III.8. Les variables entrées

Modèles	Variables Entered	Méthode
1	base monétaire/M2, base monétaire / PIB, base monétaire / monnaie, monnaie/ PIB , dépôts à vue/ base monétaire	Enter
2	quasi monnaie/ masse monétaire, quasi monnaie/ PIB, masse monétaire M2/ PIB	Enter
3	crédits au trésor public / crédit intérieur , crédits des banques commerciales au trésor public / crédits au trésor public , crédits réescomptés / crédits des banques commerciales, crédits de la banque centrale au trésor / crédits au trésor, crédits à l'économie/ PIB, crédits des banques commerciales / PIB	Enter
4	taux d'intérêt réel	Enter

Tableau III.9. Résumé des modèles

Modèles	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	Change Statistics F Change
1	,442	,195	-,092	7,23018	,195	,678
2	,761	,579	,272	5,90108	,384	3,339
3	,881	,776	,149	6,37959	,197	,735
4	,883	,781	-,042	7,06269	,004	,080

Modèles		Coefficients ^a		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
		Unstandardized Coefficients				
		B	Std. Error			
1	(Constant)	-128,084	273,212		-,469	,646
	dépôts à vue/ base monétaire	,583	,811	1,576	,720	,484
	base monétaire / monnaie	,683	3,246	,367	,211	,836
	base monétaire / PIB	1,796	1,906	,947	,942	,362

2	monnaie/ PIB	-963	,792	-1,148	- 1,217	,244
	base monétaire/M2	,964	1,550	,423	,622	,544
	(Constant)	-721,419	318,710		- 2,264	,045
	dépôts à vue/ base monétaire	2,043	,934	5,520	2,187	,051
	base monétaire / monnaie	-3,660	3,484	-1,967	- 1,051	,316
	base monétaire / PIB	,741	2,238	,391	,331	,747
	monnaie/ PIB	-1,435	,913	-1,711	- 1,572	,144
	base monétaire/M2	14,897	4,678	6,532	3,185	,009
	masse monétaire M2/ PIB	,623	1,185	,916	,526	,609
	quasi monnaie/ PIB	,568	3,162	,245	,180	,861
3	quasi monnaie/ masse monétaire	5,456	2,679	2,601	2,037	,066
	(Constant)	-656,125	955,999		-,686	,523
	dépôts à vue/ base monétaire	2,077	2,506	5,613	,829	,445
	base monétaire / monnaie	-2,403	5,895	-1,291	-,408	,700
	base monétaire / PIB	1,676	3,561	,884	,471	,658
	monnaie/ PIB	-1,671	1,129	-1,991	- 1,480	,199
	base monétaire/M2	12,198	12,573	5,348	,970	,377
	masse monétaire M2/ PIB	1,248	2,547	1,834	,490	,645
	quasi monnaie/ PIB	1,840	5,868	,792	,314	,766
	quasi monnaie/ masse monétaire	3,963	6,417	1,889	,618	,564
	crédits des banques commerciales / PIB	5,002	14,972	6,519	,334	,752
	crédits à l'économie/ PIB	-6,468	15,543	-7,945	-,416	,695
	crédits au trésor public / crédit intérieur	-1,653	1,466	-2,134	- 1,128	,310
	crédits de la banque centrale au trésor / crédits au trésor	,892	,891	2,728	1,001	,363
	crédits des banques commerciales au trésor public / crédits au trésor public	,914	,926	1,795	,987	,369

	crédits réescomptés / crédits des banques commerciales	- ,074	,907	- ,108	- ,082	,938
4	(Constant)	-583,735	1089,028		- ,536	,620
	dépôts à vue/ base monétaire	1,930	2,823	5,217	,684	,532
	base monétaire / monnaie	-2,795	6,673	-1,502	- ,419	,697
	base monétaire / PIB	1,905	4,025	1,005	,473	,661
	monnaie/ PIB	-2,037	1,803	-2,428	-	,322
					1,130	
	base monétaire/M2	11,510	14,131	5,047	,814	,461
	masse monétaire M2/ PIB	1,192	2,827	1,751	,422	,695
	quasi monnaie/ PIB	2,557	6,975	1,101	,367	,733
	quasi monnaie/ masse monétaire	3,466	7,319	1,652	,473	,661
	crédits des banques commerciales / PIB	4,242	16,793	5,528	,253	,813
	crédits à l'économie/ PIB	-5,513	17,538	-6,771	- ,314	,769
	crédits au trésor public / crédit intérieur	-1,791	1,694	-2,311	-	,350
					1,057	
	crédits de la banque centrale au trésor / crédits au trésor	,924	,993	2,826	,931	,405
	crédits des banques commerciales au trésor public / crédits au trésor public	,934	1,027	1,834	,909	,415
	crédits réescomptés / crédits des banques commerciales	- ,174	1,065	- ,254	- ,164	0,78
	taux d'intérêt réel	-1,325	4,697	- ,181	- ,282	0,792

**Validation empirique de l'impact du développement financier et
De la structure financière sur la croissance économique dans le
cadre d'un système financier libéralisé (1990-2008)**

Tableau III.11. Les variables entrées

Modèle	Variables Entrées	Méthode
s		
1	dépôts à vue/ base monétaire	Enter
2	base monétaire / monnaie	Enter
3	base monétaire / PIB	Enter
4	monnaie/ PIB	Enter
5	masse monétaire M2/ PIB	Enter
6	quasi monnaie/ PIB	Enter
7	quasi monnaie/ masse monétaire	Enter
8	actifs des banques commerciales/PIB	Enter
9	crédits à l'économie/ PIB	Enter

Tableau III.12. Résumé des modèles

Modèle	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics			
s					R Square Change	F Change	df1	df2
1	,131	,017	-,041	2,41924	,017	,295	1	17
2	,430	,185	,083	2,27046	,168	3,301	1	16
3	,555	,308	,170	2,16080	,123	2,665	1	15
4	,606	,368	,187	2,13847	,059	1,315	1	14
5	,741	,549	,375	1,87412	,181	5,228	1	13
6	,743	,552	,328	1,94442	,003	,077	1	12
7	,757	,574	,302	1,98060	,022	,566	1	11
8	,813	,661	,389	1,85357	,087	2,559	1	10
9	,911	,830	,659	1,38411	,169	8,934	1	9

Tableau III.13. Les coefficients

Modèles		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3,745	2,067		1,812	,088
	dépôts à vue/ base monétaire	-,011	,020	-,131	-,543	,594
2	(Constant)	-42,977	25,789		-1,666	,115
	dépôts à vue/ base monétaire	,148	,089	1,735	1,650	,118
3	base monétaire / monnaie	,605	,333	1,910	1,817	,088
	(Constant)	-53,712	25,409		-2,114	,052
	dépôts à vue/ base monétaire	,194	,090	2,282	2,163	,047
	base monétaire / monnaie	,811	,341	2,558	2,377	,031
4	base monétaire / PIB	-,257	,158	-,387	-1,633	,123
	(Constant)	-46,402	25,942		-1,789	,095
	dépôts à vue/ base monétaire	,178	,090	2,091	1,977	,068
	base monétaire / monnaie	,689	,354	2,175	1,948	,072
	base monétaire / PIB	-,071	,225	-,106	-,314	,758
	monnaie/ PIB	-,075	,066	-,373	-1,147	,271
5	(Constant)	-17,074	26,104		-,654	,524
	dépôts à vue/ base monétaire	,044	,098	,512	,443	,665
	base monétaire / monnaie	,258	,363	,815	,712	,489
	base monétaire / PIB	-,335	,229	-,503	-1,462	,167
	monnaie/ PIB	-,053	,059	-,261	-,903	,383
	masse monétaire M2/ PIB	,185	,081	,683	2,286	,040
6	(Constant)	-16,742	27,109		-,618	,548
	dépôts à vue/ base monétaire	,048	,103	,564	,464	,651
	base monétaire / monnaie	,242	,381	,763	,635	,537
	base monétaire / PIB	-,276	,317	-,415	-,871	,401
	monnaie/ PIB	-,048	,063	-,239	-,772	,455
	masse monétaire M2/ PIB	,145	,165	,538	,881	,396
7	quasi monnaie/ PIB	,049	,177	,148	,277	,786
	(Constant)	9,566	44,566		,215	,834
	dépôts à vue/ base monétaire	-,007	,128	-,081	-,054	,958
	base monétaire / monnaie	,259	,389	,817	,666	,519

8	base monétaire / PIB	-1,038	1,063	-1,560	-,976	,350
	monnaie/ PIB	-,073	,072	-,361	-1,018	,330
	masse monétaire M2/ PIB	,185	,176	,683	1,049	,317
	quasi monnaie/ PIB	,679	,857	2,049	,793	,445
	quasi monnaie/ masse monétaire	-,608	,809	-2,540	-,752	,468
	(Constant)	37,572	45,233		,831	,426
	dépôts à vue/ base monétaire	-,045	,122	-,528	-,368	,721
	base monétaire / monnaie	,136	,372	,430	,367	,722
	base monétaire / PIB	-1,165	,998	-1,751	-1,168	,270
	monnaie/ PIB	-,078	,067	-,387	-1,165	,271
	masse monétaire M2/ PIB	,115	,171	,425	,675	,515
	quasi monnaie/ PIB	1,170	,859	3,528	1,362	,203
	quasi monnaie/ masse monétaire	-,933	,783	-3,896	-1,190	,261
	actifs des banques commerciales/PIB	-,149	,093	-,401	-1,600	,141
9	(Constant)	22,691	34,142		,665	,523
	dépôts à vue/ base monétaire	,064	,098	,751	,650	,532
	base monétaire / monnaie	,421	,293	1,328	1,434	,185
	base monétaire / PIB	-1,110	,746	-1,668	-1,489	,171
	monnaie/ PIB	-,115	,052	-,566	-2,216	,054
	masse monétaire M2/ PIB	-,114	,149	-,420	-,764	,464
	quasi monnaie/ PIB	1,711	,666	5,160	2,568	,030
	quasi monnaie/ masse monétaire	-1,197	,592	-5,000	-2,023	,074
	actifs des banques commerciales/PIB	-,221	,074	-,593	-2,997	,015
	crédits à l'économie/ PIB	,195	,065	,575	2,989	,015

Tableau III.14. Les variables entrées

Modèle	Variables Entered	Méthode
1	crédits des banques commerciales à l'économie/PIB	Enter
2	crédits des banques commerciales au secteur privé/Crédits des banques commerciales à l'économie	Enter
3	crédits des banques commerciales au secteur privé/ PIB	Enter
4	crédits au trésor public / crédit intérieur	Enter
5	crédits de la banque centrale / crédits au trésor public	Enter
6	crédits des banques commerciales/ crédits au trésor public	Enter
7	taux d'intérêt débiteurs moins les taux d'intérêt créditeurs	Enter
8	taux d'intérêt réels	Enter

Tableau III.16. Résumé des modèles

Mode	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	Change Statistics F	df1	df2
1								
1	,017	,000	-,059	2,43982	,000	,005	1	17
2	,104	,011	-,113	2,50158	,011	,171	1	16
3	,314	,098	-,082	2,46661	,088	1,457	1	15
4	,577	,332	,142	2,19698	,234	4,908	1	14
5	,609	,371	,129	2,21359	,038	,791	1	13
6	,728	,530	,295	1,99159	,159	4,060	1	12
7	,729	,531	,233	2,07751	,001	,028	1	11
8	,770	,593	,267	2,03025	,062	1,518	1	10

Tableau III.17. Les coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
1	(Constant)	2,823	2,406		1,173	,257
	crédits des banques commerciales à l'économie/PIB	-,006	,081	-,017	-,068	,946
2	(Constant)	1,644	3,770		,436	,669

3	crédits des banques commerciales à l'économie/PIB	,009	,091	,027	,099	,922
	crédits des banques commerciales au secteur privé/Crédits des banques commerciales à l'économie	,021	,051	,112	,413	,685
	(Constant)	,078	3,937		,020	,984
	crédits des banques commerciales à l'économie/PIB	-,008	,090	-,024	-,090	,929
	crédits des banques commerciales au secteur privé/Crédits des banques commerciales à l'économie	-,207	,195	-1,107	-1,060	,306
4	crédits des banques commerciales au secteur privé/ PIB	1,113	,922	1,235	1,207	,246
	(Constant)	-,991	3,540		-,280	,784
	crédits des banques commerciales à l'économie/PIB	-,013	,081	-,040	-,167	,870
	crédits des banques commerciales au secteur privé/Crédits des banques commerciales à l'économie	-,255	,175	-1,361	-1,452	,168
	crédits des banques commerciales au secteur privé/ PIB	1,173	,822	1,302	1,428	,175
5	crédits au trésor public / crédit intérieur	,033	,015	,517	2,215	,044
	(Constant)	,310	3,855		,080	,937
	crédits des banques commerciales à l'économie/PIB	,011	,086	,033	,131	,898
	crédits des banques commerciales au secteur privé/Crédits des banques commerciales à l'économie	-,160	,206	-,857	-,778	,450

6	crédits des banques commerciales au secteur privé/ PIB	,829	,914	,920	,907	,381
	crédits au trésor public / crédit intérieur	,031	,015	,484	2,032	,063
	crédits de la banque centrale / crédits au trésor public	-,043	,049	-,242	-,889	,390
	(Constant)	-1,905	3,638		-,524	,610
	crédits des banques commerciales à l'économie/PIB	,032	,078	,095	,409	,689
	crédits des banques commerciales au secteur privé/Crédits des banques commerciales à l'économie	-,120	,186	-,641	-,644	,532
7	crédits des banques commerciales au secteur privé/ PIB	,527	,836	,585	,631	,540
	crédits au trésor public / crédit intérieur	,031	,014	,476	2,221	,046
	crédits de la banque centrale / crédits au trésor public	-,014	,046	-,077	-,299	,770
	crédits des banques commerciales/ crédits au trésor public	,024	,012	,457	2,015	,067
	(Constant)	-1,842	3,814		-,483	,639
	crédits des banques commerciales à l'économie/PIB	,031	,081	,093	,383	,709
	crédits des banques commerciales au secteur privé/Crédits des banques commerciales à l'économie	-,114	,198	-,609	-,576	,576
	crédits des banques commerciales au secteur privé/ PIB	,531	,872	,590	,609	,555
	crédits au trésor public / crédit intérieur	,029	,016	,458	1,843	,092
	crédits de la banque centrale / crédits au trésor public	-,009	,057	-,048	-,151	,883
	crédits des banques commerciales/ crédits au trésor public	,023	,014	,435	1,589	,140

8	taux d'intérêt débiteurs moins les taux d'intérêt créditeurs	-,121	,725	-,070	-,167	,870
	(Constant)	-4,178	4,182		-,999	,341
	crédits des banques commerciales à l'économie/PIB	,037	,080	,111	,468	,649
	crédits des banques commerciales au secteur privé/Crédits des banques commerciales à l'économie	-,299	,245	-1,597	-1,221	,250
	crédits des banques commerciales au secteur privé/ PIB	1,243	1,030	1,380	1,207	,255
	crédits au trésor public / crédit intérieur	,023	,016	,356	1,385	,196
	crédits de la banque centrale / crédits au trésor public	,027	,063	,152	,432	,675
	crédits des banques commerciales/ crédits au trésor public	,010	,017	,195	,589	,569
	taux d'intérêt débiteurs moins les taux d'intérêt créditeurs	,523	,881	,299	,594	,566
	taux d'intérêt réels	,163	,132	,667	1,232	,246

***Annexe :04**

Tableau III.18 Les variables entrées

Modèle	Variables Entrées	Méthode
1	dimension de développement financier = $\log (TCB + CPPIB)$	Enter
2	activité de développement financier = $\log (CL \cdot CPPIB)$	Enter
3	efficacité de développement financier = $\log (CL / MB)$	Enter
4	crédits des banques commerciales au secteur privé / PIB	Enter
5	marge bancaire = taux d'intérêt débiteurs - taux d'intérêt créditeurs	Enter

Tableau III.19 Résumé des modèles

Modèles	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics			
					R Square Change	F Change	df1	df2
1	,777	,603	,553	1736,91527	,603	12,153	1	8
2	,777	,603	,490	1856,83955	,000	,000	1	7
3	,820	,672	,508	1823,94316	,069	1,255	1	6
4	,980	,960	,927	701,11501	,288	35,606	1	5
5	,980	,961	,912	772,33399	,001	,120	1	4

Tableau III.20 Les coefficients

Modèles		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-15315,441	6244,334		-2,453	,040
	dimension de développement financier = $\log (TCB + CPPIB)$	21130,008	6061,086	,777	3,486	,008
2	(Constant)	-15320,245	6905,766		-2,218	,062
	dimension de développement financier = $\log (TCB + CPPIB)$	21139,257	7319,452	,777	2,888	,023
	activité de développement financier = $\log (CL \cdot CPPIB)$	2,710	997,337	,001	,003	,998
3	(Constant)	-10044,920	8257,921		-1,216	,270
	dimension de développement financier = $\log (TCB + CPPIB)$	5824,078	15447,394	,214	,377	,719
	activité de développement financier = $\log (CL \cdot CPPIB)$	5736,231	5211,352	1,547	1,101	,313

4	efficacité de développement financier = $\log (CL / MB)$	-6381,293	5696,722	-1,894	-1,120	,305
	(Constant)	163974,531	29335,321		5,590	,003
	dimension de développement financier = $\log (TCB + CPPIB)$	-283252,108	48807,420	-10,410	-5,803	,002
	activité de développement financier = $\log (CL \cdot CPPIB)$	2864,634	2060,212	,773	1,390	,223
	efficacité de développement financier = $\log (CL / MB)$	-4033,165	2224,869	-1,197	-1,813	,130
5	crédits des banques commerciales au secteur privé / PIB	11808,169	1978,874	10,751	5,967	,002
	(Constant)	158275,918	36249,344		4,366	,012
	dimension de développement financier = $\log (TCB + CPPIB)$	-271798,626	63090,050	-9,989	-4,308	,013
	activité de développement financier = $\log (CL \cdot CPPIB)$	139,906	8174,253	,038	,017	,987
	efficacité de développement financier = $\log (CL / MB)$	-1399,152	7977,262	-,415	-,175	,869
	crédits des banques commerciales au secteur privé / PIB	11439,658	2424,853	10,415	4,718	,009
	marge bancaire = taux d'intérêt débiteurs - taux d'intérêt créditeurs	525,187	1513,633	,180	,347	,746

Tableau III.21. Les variables entrées

Modèle	Variables Entered	Méthode
1	capitalisation boursière	Enter
2	valeur transigée	Enter
3	taux de capitalisation boursière= CB/ PIB	Enter
4	coefficient de liquidité = VT / PIB	Enter
5	taux de rotation = VT / CB	Enter
6	dimension de structure financière = log (TCB / CPPIB)	Enter
7	activité de structure financière = log (CL / CPPIB)	Enter
8	efficacité de structure financière = log (CL .MB)	Enter

Tableau III.22. Résumé des modèles

Mode	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics			
l					R Square Change	F Change	df1	df2
1	,830	,688	,649	1539,58130	,688	17,651	1	8
2	,844	,712	,630	1582,04489	,024	,576	1	7
3	,858	,737	,605	1632,59293	,025	,573	1	6
4	,859	,737	,527	1787,80034	,000	,003	1	5
5	,882	,778	,501	1836,52584	,041	,738	1	4
6	,992	,984	,953	560,86667	,206	39,888	1	3
7	,992	,985	,931	683,81319	,000	,018	1	2
8	,994	,989	,899	825,41094	,004	,373	1	1

Model Summaryⁱ

Tableau III.23. Les coefficients

Modèles		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	11226,741	1254,567		8,949	,000
	capitalisation boursière	-412,896	98,279	-,830	-4,201	,003
2	(Constant)	11084,479	1302,718		8,509	,000
	capitalisation boursière	-428,439	103,044	-,861	-4,158	,004
	valeur transigée	1199,733	1580,365	,157	,759	,473
3	(Constant)	9447,627	2545,809		3,711	,010

4	capitalisation boursière	-83,454	467,892	-168	-,178	,864
	valeur transigée	1004,119	1651,197	,132	,608	,565
	taux de capitalisation boursière= CB/ PIB	-9724,754	12844,241	-,706	-,757	,478
	(Constant)	9250,446	4365,930		2,119	,088
	capitalisation boursière	-54,108	715,953	-,109	-,076	,943
	valeur transigée	1360,499	6336,200	,178	,215	,838
	taux de capitalisation boursière= CB/ PIB	-10212,999	16341,681	-,742	-,625	,559
	coefficient de liquidité = VT / PIB	-25144,584	428463,593	-,060	-,059	,955
5	(Constant)	13003,485	6260,588		2,077	,106
	capitalisation boursière	-738,503	1084,167	-1,484	-,681	,533
	valeur transigée	71896,394	82353,499	9,418	,873	,432
	taux de capitalisation boursière= CB/ PIB	7925,647	26972,110	,576	,294	,783
	coefficient de liquidité = VT / PIB	-2206016,025	2576167,722	-5,257	-,856	,440
	taux de rotation = VT / CB	-3085,422	3591,085	-5,299	-,859	,439
6	(Constant)	-29305,904	6966,595		-4,207	,025
	capitalisation boursière	762,549	407,571	1,532	1,871	,158
	valeur transigée	-45816,207	31303,703	-6,002	-1,464	,240
	taux de capitalisation boursière= CB/ PIB	948,235	8310,916	,069	,114	,916
	coefficient de liquidité = VT / PIB	1504747,831	981930,302	3,586	1,532	,223
	taux de rotation = VT / CB	1883,441	1349,714	3,235	1,395	,257
7	dimension de structure financière = log (TCB / CPPIB)	-15001,717	2375,310	-2,622	-6,316	,008
	(Constant)	-28770,816	9373,890		-3,069	,092
	capitalisation boursière	675,322	815,370	1,357	,828	,495
	valeur transigée	-42477,916	45483,259	-5,564	-,934	,449
	taux de capitalisation boursière= CB/ PIB	2559,356	15660,271	,186	,163	,885
	coefficient de liquidité = VT / PIB	1421684,229	1346179,095	3,388	1,056	,402
	taux de rotation = VT / CB	1741,174	1954,388	2,990	,891	,467

8	dimension de structure financière = $\log (TCB / CPPIB)$	-14632,140	3986,095	-2,558	-3,671	,067
	activité de structure financière = $\log (CL / CPPIB)$	-170,527	1263,807	-,054	-,135	,905
	(Constant)	-12049,046	29636,925		-,407	,754
	capitalisation boursière	268,744	1188,379	,540	,226	,858
	valeur transigée	-21609,680	64674,121	-2,831	-,334	,795
	taux de capitalisation boursière = CB / PIB	-897,544	19733,025	-,065	-,045	,971
	coefficient de liquidité = VT / PIB	913391,358	1825839,652	2,176	,500	,705
	taux de rotation = VT / CB	877,270	2750,993	1,507	,319	,803
	dimension de structure financière = $\log (TCB / CPPIB)$	-11709,322	6787,802	-2,047	-1,725	,334
	activité de structure financière = $\log (CL / CPPIB)$	5440,438	9317,065	1,722	,584	,664
	efficacité de structure financière = $\log (CL .MB)$	-6237,133	10217,057	-1,852	-,610	,651

Tableau III.24. Les variables entrées

Modèles	Variables Entered	Méthode
1	taux de rotation = VT / CB, taux de capitalisation boursière= CB/ PIB, coefficient de liquidité = VT / PIB	Enter
2	efficacité de structure financière = log (CL .MB), dimension de structure financière = log (TCB / CPPIB), activité de structure financière = log (CL / CPPIB)	Enter
3	dimension de développement financier = log (TCB + CPPIB)	Enter

Tableau III.25. Résumé des modèles

Modèles	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	Change Statistics F Change	df1
1	,857	,735	,603	1637,85294	,735	5,555	3
2	,994	,987	,962	507,76352	,252	19,809	3
3	1,000	1,000	,999	66,38096	,013	173,532	1

Tableau III.26. Les coefficients

Modèles		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	8971,145	1069,044		8,392	,000
	taux de capitalisation boursière= CB/ PIB	-11610,476	4286,676	-,843	-2,709	,035
	coefficient de liquidité = VT / PIB	13384,817	150863,002	,032	,089	,932
	taux de rotation = VT / CB	58,959	186,549	,101	,316	,763

2	(Constant)	-5745,909	11565,860		-,497	,653
	taux de capitalisation boursière= CB/ PIB	1278,176	9758,184	,093	,131	,904
	coefficient de liquidité = VT / PIB	277773,819	85028,887	,662	3,267	,047
	taux de rotation = VT / CB	-35,608	82,363	-,061	-,432	,695
	dimension de structure financière = log (TCB / CPPIB)	-10180,356	2039,793	-1,780	-4,991	,015
	activité de structure financière = log (CL / CPPIB)	6674,381	5093,288	2,112	1,310	,281
	efficacité de structure financière = log (CL .MB)	-7730,542	5188,293	-2,295	-1,490	,233
3	(Constant)	2510,570	1636,785		1,534	,265
	taux de capitalisation boursière= CB/ PIB	1098,328	1275,780	,080	,861	,480
	coefficient de liquidité = VT / PIB	199661,340	12598,667	,476	15,848	,004
	taux de rotation = VT / CB	2,922	11,158	,005	,262	,818
	dimension de structure financière = log (TCB / CPPIB)	-10826,119	271,135	-1,893	-39,929	,001
	activité de structure financière = log (CL / CPPIB)	4414,495	687,600	1,397	6,420	,023
	efficacité de structure financière = log (CL .MB)	-5550,904	698,166	-1,648	-7,951	,015
	dimension de développement financier = log (TCB + CPPIB)	-12222,059	927,800	-,449	-13,173	,006

Références bibliographique

*Abouch. M et Ezzahid. E (2007) : « Financial Development and Economic Growth Nexus : The Moroccan Case », *1 1èmes 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°1 1.

*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.

*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.

*Allen. F et Gale. D (2000a) : << Comparing Financial Systems >>, *MIT Press*, Cambridge.

*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.

* Alessandra Bonfiglioli, essays on financial markets and macroeconomics , doctoral thesis, Stockholm university , 2005.

* Andréas Hackelhal, Marcel tyrell, the tranformation of the German financial system, disponible dans: *Revue D'économie politique*(Paris:Dalloz, N°: 4 juillet -Août 2006

*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.

*Arestis. P et Demetriades. P (1997) : << Financial Development and Economic Growth : Assessing the Evidence >>, *Economic Journal*, Vol 107, N°442, pp. 783-799.

* Arnaud Bourgain, Patrice pieretti, finance et dynamique de croissance, cellule de recherche en économie appliquée : document de travail, N°:2, janvier, 2002, disponible in : www.static.public.lu/fr/biblio/repers_bibliographie_pdf_20002001.pdf.

*Atje. R et Jovanovic. B (1993) : << Stock Markets and Development >>, *European Economic Review*, Vol 37, N°2-3, pp. 632-640.

* Audrey Chouchane Verdier, le développement des marche financiers, le développement des banques et la croissance, dans:l'euro et financement de la croissance en Méditerrané, Revue N°: 52, 02- 1999.

* Audrey Chouchane Verdier, libéralisation financière et croissance économique, L'Harmattan 2001.

*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.

*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, Demetriades. 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*.

*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.

*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, Demirguç-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.

* Ben Salha Oussama, libéralisation financière, crises bancaires et croissance économique : une investigation empirique en données de panel, Mastère, université de Tunis - el – Manar, 2006.

*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.

* Bernard Eric, développement financier, politique monétaire et croissance économique, disponible in : www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/colloquedugdr2000/pdf/e1-1.pdf.

*Berthélemy, J-C et Varoudakis. A (1995) : « Thresholds in Financial Development and Economic Growth », *The Manchester School Supplement*, pp. 70-84.

*Berthelien. P, Desdoigts. A et Ould Aoudia. J (2003) : << Profils institutionnels >>, *Document de travail de la Direction de la Prévision*, Juillet 2003, MINEFI.

*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.

*Blum. J (1999) : << Do Capital Adequacy Requirements Reduce Risks in Banking? >>, *Journal of Banking and Finance*, Vol 23, N°5, pp. 755-771.

*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.

*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.

*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.
- *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.
- *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. 113 1-1175.
- *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.
- * Chouiter, économie d'endettement et économie de marchés des capitaux, (Magazine : Maliya, revue de l'école nationale des impôts N°1, octobre 2001.
- *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.
- *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.

* Christian biales, l'intermédiation financière, disponible dans: www.christian-biales.net/documents/intermediation.PDF.

* 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.

* Coffee. J. C (2000) : « Privatization and Corporate Governance : The Lessons from Securities Market Failure », *Columbia Law School Working Paper*, N°158 (non publié).

* 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.

* Daniel Labaronne, Macroéconomie, croissance, cycle et fluctuation, Paris: Memo Seuil, 2003.

* 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. 21 07-21 37.

* 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.

* 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.

* Dmitry osinski, the relationship between finance developement and economic growth, national university kyiv. Mohgla academym 2005, disbonible in:eerc.kiev.ua/research/matheses/2000/Asinski_Dzmitry/body.pdf.

* Dominique Guellec, Pierre Ralle, les nouvelles théories de la croissance, Paris: édition Découverte, 2001.

* Dominique plihon , Jezabel couppey et Dhafer Saidane, les banques acteurs de globalisation financière, Paris: documentation française N° 5232, 2006.

* Dominique Plihon, les Banques Nouveaux enjeux, Nouvelle Stratégie,Paris: Notes et études documentaire, N° : 5072, 1998.

* Dornbush. R et Reynoso. A (1989) : « Financial Factors in Economic Development ", *American Economic Review*, Vol 79, N°2, pp. 204-209.

*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.

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

*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. 136-1 61.

* Eric Bosserelle, les nouvelles approches de la croissance et du cycle, Paris : Dunod, 1999.

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

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

* Dmitry osinski, the relationship between finance developement and economic growth, national university kyiv. Mohgla academym 2005, disbonible in:eerc.kiev.ua/research/matheses/2000/Asinski_Dzmitry/body.pdf.

*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 et Rose. A (1996) : « Currency Crisis in Emerging Countries : Empirical Indicators ", *Journal of International Economics*, Vol 41, N°3-4, pp. 351-

368.

*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.

* Gael Callonnec , politique monétaire et bulle spéculative , thèse de doctorat , Institut d'études politiques de Paris , 2005.

* Garip Turung, développement du secteur financier et croissance, disponible in : www.regionetdeveloppement.u-3mrs.fr/pdf/R10/R10_Turun%E7.pdf.

*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.

*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.

*Grilli. G et Milesi-Ferretti. G. M (1995) : « Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls », *IMF Staff Papers*, septembre, Vol 42, N°3.

* Guillaumont jeanneney et K.R kpodar, développement financier, instabilité financière et croissance économique, études et document , CERDI, 2004, disponible in : alize.finances.gouv/prevision/revue/resumes/ep174/pdf/rsf174.pdf.

*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.

*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.

* Habib Ben Bayer, les nouveaux développements de la théorie de la croissance, dans: les Cahiers Cread, centre de recherche en économie appliquée pour le développement : N°41.3eme trimestre 1997.

*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.

* Harc Hary, banques et croissance, Lisbonne : papier présenté aux 17 emes journées internationales d'économie monétaire et bancaire 7-8-8 juin 2000, disponible in : www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/ACTIV/colloquedugdr2000/pdf/e1-3.pdf.

* Harold Rose, le rôle clef de intermédiaires financiers, dans: finance d'entreprise et finance de marché, principes et applications, l'Art de finance, paris: Mondial Village, 1998.

*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.

*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.

* Hassan Ayoub, les reforme du système financier libanais contribuent – elle à améliorer son efficacité, travaux de recherche N° 2003-E-01-02/2003, disponible dans : www.univ-

* Hassine Souheil, effets de la libéralisation du système financier tunisien sur l'évolution des risques des banques , Mastère, université Laval, 20

*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.

* 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.

*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.

*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.

* Jean Louis Besson, Marchés, banque et politique monétaire en Europe, Presse universitaires de Grenoble, 2003

*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.

*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. B.R et Sundararajan. V (1999) : « Sequencing Financial Sector Reforms: Country Experiences and Issues ", *International Monetary Fund*, Washington.

*Jung. W. S (1986) : « Financial Development and Economic Growth : International Evidence ", *Economic Development and Cultural Change*, Vol 34, N°2, pp. 333-346.

*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.

* Kangni Kpodar, développement financier, instabilité financière et croissance économique : implications pour la réduction de la pauvreté, thèse de doctorat, université d'Auvergne Clermont I, 2006.

*Kaufmann. D, Kraay. A et Mastruzzi. M (2006) : « Governance Matters V: Governance Indicators for 1996 to 2005 ",
www.worldbank.org/wbi/governance/govmatters5

*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 Ba

* 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](http://www.nber.org/papers/w12518), Vol 17, N°3, pp. 303-327.

*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.

*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.

*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. B.R et Sundararajan. V (1999) : « Sequencing Financial Sector Reforms: Country Experiences and Issues ", *International Monetary Fund*, Washington.

* Joseph Stiglitz et Bruce Greenwald, économie monétaire un nouveau paradigme, Paris: Economica 2005.

* Julie Hortense Rabemananjara, etude sur la relation entre la finance et la croissance économique , these de doctorat, université de Montréal , 1998.

*Jung. W. S (1986) : « Financial Development and Economic Growth : International Evidence ", *Economic Development and Cultural Change*, Vol 34, N°2, pp. 333-346.

*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.

*Kaufmann. D, Kraay. A et Mastruzzi. M (2006) : « Governance Matters V: Governance Indicators for 1996 to 2005 ",
www.worldbank.org/wbi/governance/govmatters5

*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 Ba

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. 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*.

*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. 2953-21.

*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).

*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 (2000a) : « Investor Protection and Corporate Governance ", *Journal of Financial Economics*, Vol 58, N°1-2, pp. 327.

*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.

*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.

*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.

* Massa W Alrayes, causality between financial development and economic growth : a case study on selected Middle Eastern countries , doctoral thesis , Office of Graduate studies of Texas university,2005.

*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.

1. * Michelle de Mourgues, macroéconomie monétaire, Paris : Economica, 2001.

* Mickael Clevenot, financiarisation, régime d'accumulation et mode de régulation , thèse de doctorat, université Paris 13, 2006.

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

*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.

*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.

* Musi Foudeh, libéralisation financière, efficacité du système financier et performance macroéconomique , thèse de doctorat, université de Limoges, 2007.

*Nabi. M. S et Suliman. O (2008) : « Institutional Environment and the Bank-Growth Nexus ", [*MPRA Paper*](#), N°11854.

* Nawel Bentahar , les conditions préalables au succès de la libéralisation financière : Application aux pays du Maghreb et du Machrek Arabes , thèse de doctorat , université d'Auvergne Clermont I, 2005.

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

*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.

*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.

*Patrick. H (1966) : « Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries ", *Economic Development Cultural Change*, Vol 14, N°1, pp. 174-189.

- * Philip Arestis , financial liberalization and relationship between finance and growth, (working paper n° 05/05 . university of Cambridge, June 2005, in:www.landecom.cam.ac.uk/research/reuag/ccepp/pdf/wp0505.pdf).
- * Paul Marche, marchés financiers: une vision à court terme, dans: finance d'entreprise et finance de marché, principes et applications, l'Art de finance, paris: Mondial Village, 1998.
- * Pilhyun Kim, three essays on financial development and economic growth , doctoral thesis, 2006.
- *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. 251-27
- *Quintyn. M et Taylor. M (2002) : « Regulatory and Supervisory Independence FinanciaStability ", *IMF Working Paper*, N°46.
- * Rakesh Mohan, economic growth, financial deepening and financial inclusion, Annual Bankers conference 2006 :Bank of India, in:www.bis.org/review/r061121e.pdf.
- * Rachuram Rajan, la banque est mort vive la banque, dans: finance d'entreprise et finance de marché, principes et applications, l'Art de finance, paris: Mondial Village, 1998.
- *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. 550.
- *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.

* Ramona Zimborean, développement financier et croissance économique, document travail université paris XII.2004, disponible in : nelutu.homeip.net/~moni/cv%20ramona%20french%20mai%202007.pdf.

*Rapports de la Banque d'Alger 2000- 2008.

*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.

* Rochet. J-C (2003) : « Réglementation prudentielle et discipline de marché », *Revue Française d'Économie Financière*, N° 73, pp. 201-212.

*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.

* Saïd El Moufakkir, Vers une nouvelle intermédiation financière, dans:l'euro et financement de la croissance en Méditerranée, Revue N°: 52, 02- 1999.

*Saïdane. D (2002) : « Systèmes financiers et transition : Où en est-on ? », *Revue d'études comparatives Est-Ouest*, Vol 33, N°4, pp. 5-46.

* Samouel Beji,développement financier pour les pays du sud de la méditerranée à l'épreuve de la mondialisation financière , thèse de doctorat ,Paris XIII,2009.

*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.

*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.

*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.

* Sophie Brana, Systèmes financiers et croissance en Méditerranée, dans: l'euro et financement de la croissance en Méditerranée, Revue N°: 52, 02- 1999 .

* Sophie Brana et Pascal Kauffmann, économie monétaire et financière, 2 édition Paris: Dunod, 2003.

*Stanly Fischer, la stabilité du système financier, finances et développement, mars *1997.

* Statistiques de la Banque Mondiale (2002).

*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 (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.

2. * Sylvie Datkine, les fondements de la théorie bancaires, Paris: Dunod, 2002

*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.

* Thomas Richardson , an interest group theory of financial development , doctoral thesis, university of Maryland , 2005.

*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.

*Turunç. G (1999) : << Développement du secteur financier et croissance : le cas des pays émergents méditerranéens >>, *Revue Région et Développement*, N°10.

*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.

*Venet. B (1994) : << Libéralisation financière et développement économique : Revue critique de la littérature >>, http://www.dauphine.fr/eurisco/eur_wp/Nice2.pdf

*Verdier Audrey (2001), « Libéralisation financière et croissance économique : le cas de l'Afrique subsaharienne »

*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.

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

* Xavier Bradley, Christian Des Camps, monnaie, Banque, Financement, Paris: édition Dalloz.

Table des tableaux

<u>Tableau I. 1.</u> Tableau récapitulatif des principaux indicateurs de développement financier considérés dans la littérature	19
<u>Tableau I. 2.</u> les avantages qu'apporterait la libéralisation financière en Comparaison à la répression financière... ..	27
<u>Tableau II.1.</u> Les indicateurs financiers de 12 pays occidentaux en 1995 en moyenne pour le groupe.....	119
<u>Tableau III. 1.</u> réserves légales en pourcentage des dépôts bancaires.....	119
<u>Tableau III. 2.</u> revenu monétaire en pourcentage.....	119
<u>Tableau III.3.</u> Evolution des crédits au secteur privé en pourcentage du PIB.....	120
<u>Tableau III.4.</u> taux de réescompte en Algérie et Tunisie.....	121
<u>Tableau III.5.</u> Taux annuels nominaux sur les crédits à moyen terme.....	122
<u>Tableau III.6.</u> Taux d'intérêt réels sur les dépôts de trois mois à 6 mois au Maghreb....	123
<u>Tableau III.7.</u> Taux réels sur les dépôts à trois mois.....	124
<u>Tableau III.8.</u> Inflation et croissance monétaire au Maghreb.....	126
<u>Tableau III.9.</u> : Evolution du multiplicateur (m_1 , m_2), de la base et de la masse monétaire (M_1 , M_2).....	127
<u>Tableau III.10.</u> : taux de croissance moyen annuel de la masse, de la base monétaire et du multiplicateur.....	128
<u>Tableau III.11.</u> Evolution des ratios de préférence pour la liquidité (c_1 , c_2) et des réserves.....	128
<u>Tableau III. 12.</u> Décomposition de l'accroissement de M_2 au MMA (1970-1980).....	129
<u>Tableau III.13.</u> Décomposition de l'accroissement de M_2 au MMA (1980-1989).....	130
<u>Tableau III.14.</u> Les différents soldes budgétaires au MMA en pourcentage du PIB.....	133
<u>Tableau III.15.</u> Structure de financement du déficit budgétaire en pourcentage du financement total.....	135

<u>Tableau III.16.</u> Les indicateurs de l'approfondissement financier.....	139
<u>Tableau III.17.</u> Le niveau global du développement financier.....	140
<u>Tableau III.18.</u> diversification des actifs financiers en %.....	141
<u>Tableau III.19.</u> Monétisation et dynamique bancaire.....	141
<u>Tableau III.20.</u> : Evolution du taux de croissance en Algérie (en dollars constants).....	144
<u>Tableau III.21.</u> produit par tête en Maghreb en dollars constants.....	145
<u>Tableau III.22.</u> investissement et croissance au Maghreb.....	145
<u>Tableau III.23.</u> Investissement brut en pourcentage du PIB.....	146
<u>Tableau III.24.</u> Productivité totale des facteurs au Maghreb pour $\alpha = 0,3$	148
<u>Tableau III.25.</u> : Productivité totale des facteurs comptabilité nationale	148
<u>Tableau III.26.</u> Coefficient marginal du capital dans les pays.....	149
<u>Tableau III.27.</u> Investissement et épargne totale en milliards de dollars au Maghreb....	154
<u>Tableau III.28.</u> Variables entrées.....	158
<u>Tableau III.29.</u> Résumé des modèles.....	158
<u>Tableau III.30.</u> Variables entrées.....	158
<u>Tableau III.31.</u> Résumé des modèles.....	159
<u>Tableau III.32.</u> Variables entrées.....	159
<u>Tableau III.33.</u> Résumé des modèles.....	159
<u>Tableau III.34.</u> : Montants de l'emprunt obligataire souscrits par institution financières.....	184
<u>Tableau III.35.</u> Taux de croissance du PIB.....	196
<u>Tableau III.36.</u> Taux d'inflation (prix de 1995).....	196
<u>Tableau III.37.</u> Déficit primaire en % PIB.....	196
<u>Tableau III.38.</u> Masse monétaire en % du PIB.....	196
<u>Tableau III.39.</u> Taux réels sur les dépôts.....	197
<u>Tableau III.40.</u> Epargne intérieure en % du produit.....	197
<u>Tableau III.41.</u> Epargne nationale et transferts en % du PIB.....	197
<u>Tableau III.42.</u> Accumulation brute du capital fixe en % du PIB.....	197
<u>Tableau III.43.</u> Solde de balance courante en % du PIB.....	198
<u>Tableau III.44.</u> Service de la dette en % du PIB.....	198

<u>Tableau III.45.</u> Les nouveaux instruments de la politique monétaire.....	201
<u>Tableau III.46.</u> Les différentes méthodes de restructuration bancaires en Maghreb.....	203
<u>Tableau III.47.</u> : Application des ratios de gestion prudentielle au Maghreb.....	206
<u>Tableau III.48.</u> : l'ordre de réformes adopté au Maghreb.....	208
<u>Tableau III.49.</u> : Evolution du Solde budgétaire primaire (en % du PIB) durant la période post- réforme.....	210
<u>Tableau III.50.</u> Mode de financement du budget au Maghreb durant la période post- réformes.....	211
<u>Tableau III.51.</u> Seigneuriage en pourcentage du produit au Maghreb.....	211
<u>Tableau III.52.</u> écart entre taux débiteurs et créditeurs au Maghreb (en pourcentage)...	214
<u>Tableau III.53.</u> Niveau général du développement financier.....	215
<u>Tableau III.54.</u> : degrés de monétisation et dynamique bancaire.....	216
<u>Tableau III.55.</u> Evolution du crédit au secteur privé en pourcentage du produit.....	217
<u>Tableau III.61.</u> Capitalisation boursière de la bourse d'Alger.....	222
<u>Tableau III.62.</u> Les indicateurs du marché boursier Algérien.....	226
<u>Tableau III.63.</u> Capitalisation boursière en pourcentage du produit.....	227
<u>Tableau III.64.</u> Chiffre d'affaire en pourcentage.....	228
<u>Tableau III.65.</u> Indicateurs de concurrence dans le système bancaire.....	229
<u>Tableau III.66.</u> Part des banques étrangères dans le système bancaire domestiques.....	232
<u>Tableau III.67.</u> Part de l'Etat dans le capital des banques commerciales en 2000 (%)....	233
<u>Tableau III.68.</u> Indicateurs de performance bancaire (1995-2000)	233
<u>Tableau III.69.</u> obstacles financiers les plus fréquents rencontrés par les entreprises.....	235
<u>Tableau III.70.</u> Délais de retard dans la transmission des rapports à la Banque d'Algérie.....	237
<u>Tableau III.71.</u> Niveau de restrictivité de la législation bancaire et financière.....	239
<u>Tableau III.72.</u> : cadre légal et indicateurs d'infrastructure financière.....	240
<u>Tableau III.73.</u> Date d'agrément et nombre d'agences des banques publiques	

algériennes.....	243
<u>Tableau III.74.</u> Les banques commerciales privées et leur date d'agrément.....	244
<u>Tableau III.75.</u> Les établissements financiers et leur date d'agrément.....	245
<u>Tableau III.76.</u> Evolution des crédits à l'économie de 1990 à 1997.....	248
<u>Tableau III.77.</u> Evolution du refinancement des banques auprès du marché monétaire.....	249
<u>Tableau III.78.</u> Evolution comparée des crédits à l'économie et du PIB.....	450
<u>Tableau III.79.</u> Evolution de la masse monétaire en Algérie 1990-1997.....	451
<u>Tableau III.80.</u> Evolution des crédits à l'économie de 1998 à 2003.....	252
<u>Tableau III.81.</u> Evolution des transactions sur le marché monétaire 1998-2003.....	253
<u>Tableau III.82.</u> Evolution des crédits à l'économie 1998-2003.....	254
<u>Tableau III.83.</u> Structure des crédits à l'économie	254
<u>Tableau III.84.</u> Evolution des parts de marché des banques publiques et privée.....	255
<u>Tableau III.85.</u> Evolution des dépôts et crédits 1999-2002.....	255
<u>Tableau III.86.</u> Evolution de la masse monétaire en Algérie 1998-2003.....	256
<u>Tableau III.87.</u> Le développement de l'intermédiation financière (M2/PIB).....	257
<u>Tableau III.88.</u> Part des Banques commerciales dans le système bancaire.....	458
<u>Tableau III.89.</u> Composantes de l'indice de développement financier.....	259
<u>Tableau III.90.</u> . Indicateurs Quantitatifs synthétiques de développement financier.....	260
<u>Tableau III.91.</u> Les taux de concentration bancaire dans certain pays africains.....	360
<u>Tableau III.92.</u> : Evolution du taux du PIB(1990- 1999).....	261
<u>Tableau III.93.</u> Evolution du taux d'épargne (1990- 1999).....	262
<u>Tableau III.94.</u> Evolution du taux d'investissement (1990- 1999).....	263
<u>Tableau III.92.</u> : Evolution du taux du PIB(1990- 1999).....	263
<u>Tableau III.96.</u> Evolution du taux d'épargne (2000- 2008).....	264
<u>Tableau III.97.</u> Taux d'épargne nationale en 2005.....	264

<u>Tableau III.98.</u> Part des crédits au secteur privé.....	264
<u>Tableau III.99.</u> Evolution du taux d'investissement (2000-2008).....	265
<u>Tableau III.100.</u> Taux d'Investissement.....	265
<u>Tableau III.95.</u> Evolution du taux du PIB (2000- 2008).....	265
<u>Tableau III.101.</u> Variables Entrées.....	276
<u>Tableau III.102.</u> Résumé des modèles.....	276
<u>Tableau III.103.</u> Variables Entrées.....	277
<u>Tableau III.104.</u> Résumé des modèles.....	277
<u>Tableau III.105.</u> Variables Entrées.....	278
<u>Tableau III.106.</u> Résumé des modèles.....	279
<u>Tableau III.107.</u> Variables Entrées.....	280
<u>Tableau III.108.</u> Résumé des modèles	285
<u>Tableau III.109.</u> Variables Entrées.....	290
<u>Tableau III.110.</u> Résumé des modèles	295

Table des graphique

<u>Graphique II. 1.</u> La répression financière.....	38
<u>Graphique II. 2.</u> canaux, directs et indirects, à travers lesquels la libéralisation financière agit sur la croissance économique.....	46
<u>Graphique II. 3.</u> Illustration de l'impact du développement financier sur la croissance...	110
<u>Graphique II. 4.</u> Evolution des taux sur les dépôts au Maghreb	111
<u>Graphique II. 5.</u> . Evolution du ratio M2/PIB en % sur la période 2000-2008.....	112.
<u>Graphique II. 6.</u> Evolution du ratio M3/PIB en %, 2000 – 2007.....	116
<u>Graphique II. 7.</u> Approfondissement bancaire en Afrique.....	120
<u>Graphique II. 8.</u> Evolution du ratio des crédits bancaires au secteur privé en % PIB en Algérie	178
<u>Graphique II. 9.</u> Evolution crédits à l'économie en % PIB	180.
<u>Graphique II. 10.</u> Financement du secteur privé en Afrique: une analyse comparative...	182
<u>Graphique II. 11</u> Evolution de l'accessibilité aux produits bancaires en Algérie.....	183
<u>Graphique II. 12.</u> Analyse comparative de l'accessibilité aux services bancaires au Maghreb.....	184
<u>Graphique II. 13. :</u> Evolution du rendement en % des Fonds propres ROE..	
<u>Graphique II. 14.</u> Analyse comparative en Afrique en 2005.....	185
<u>Graphique II. 15.</u> Evolution du rendement des actifs (ROA.....	190
<u>Graphique II. 16.</u> Evolution du coefficient brut d'Exploitation.....	191
<u>Graphique II. 17.</u> . Marge bancaire.....	193
<u>Graphique II. 18.</u> Marge d'intermédiation	195
<u>Graphique II. 19.</u> Importance relative des opérations avec la clientèle dans la formation de la marge d'intermédiation par type de banque en Algérie.....	196
<u>Graphique II.20.</u> Importance relative des opérations avec les institutions dans la formation de la marge d'intermédiation par type de banque en Algérie	198
<u>Graphique II.21.</u> Marge Hors Intermédiation	202
<u>Graphique II.22.</u> Marge de profit bancaire	202
<u>Graphique II.22.</u> Evolution des taux créditeur et débiteur	203
<u>Graphique II.22.</u> . Courbe des taux sur le marché obligataire.....	205
<u>Graphique II.22.</u> Evolution des crédits accordés des banques en Algérie.....	206

<u>Graphique II.22.</u> Taux de concentration en termes des 3 &5 plus grandes banques en Algérie.....	207
<u>Graphique II.22.:</u> Evolution de l'indice de concentration.....	208

Table des schémas

<u>Schéma I. 1.</u> : Le système financier.....	16
<u>Schéma I. 2.</u> L'Approche Fonctionnelle pour Finance et Croissance de Levine.....	37
<u>Schéma I.3.</u> Les Principaux indicateurs de développement financier Développés par Beck, Demerguç-Kunt et Levine (1999)	48
<u>Schéma I.4.</u> Les canaux de transmission de la finance à la croissance des secteurs non-financiers.....	110
<u>Schéma I.4.</u> Le développement de la monétique.....	120

Table des tableaux

Annexes :

Annexe.1

Tableau III.1. Variables Entrées.....	276
Tableau III.2. Résumé des modèles	276
Tableau III.3. Coefficients.....	277
...	
Tableau III.4. Variables Entrées.....	278
Tableau III.5. Résumé des modèles.....	279
Tableau III.6. Coefficients.....	280
Tableau III.7. Caractéristiques des statistiques.....	281
Tableau III.8. Variables Entrées.....	282
Tableau III.9. Résumé des modèles.....	283
Tableau III.10. Coefficients.....	284

Annexe.2

Tableau III.11. Variables Entrées.....	285
Tableau III.12. Résumé de modèles.....	286
Tableau III.13. Coefficients.....	287

Annexe.3

Tableau III.14. Variables Entrées.....	288
--	-----

Tableau III.15. Résumé des modèles.....	289
Tableau III.16. Coefficients.....	290

Annexe.4

Tableau

III.17. VariablesEntrées.....	292
Tableau III.18 Résumé des modèles.....	293
TableauIII.19. Coefficients	294
Tableau III.20.Variables Entrées.....	295
Tableau III.21. Résumé des modèles.....	296
Tableau III.22. Coefficients.....	296
TableauIII.23. Variables Entrées.....	297
Tableau III.24. Résumé des modèles.....	297
Tableau III.25. Coefficients	298

TABLE DES MATIERES

Introduction	5
Partiel : Développement Financier et Croissance Economique	10
Chapitre : Le Développement du système financier.....	11
Section 1 : Le système financier.....	12
1 -1- Définition du système financier.....	12
1-2-Fonctions du système financier.....	19
1-2-1-allocation efficace des ressources.....	19
1-2-2-Système de paiement.....	19
1-2-3-Collecte de l'épargne.....	19
1-2-4-Transformation des ressources.....	19
1-2-5-Gestion des risques.....	19
1-2-6-Production des informations.....	20
1-2-7-Résolution des problèmes d'incitation.....	20
Section 2:Développement du système financier.....	18
Section 3 : Les indicateurs du développement financier.....	21
1- Les indicateurs quantitatifs (traditionnels) de développement financier.....	21
1-1- Indicateurs de développement financier liés aux agrégats monétaires.....	21
1-2- Indicateurs de développement financier non liés aux agrégats monétaires.....	25
Chapitre 2 : Développement financier et croissance économique : une revue de littérature théorique et empirique.....	31
Section 1 : Théories et modèles de croissance économique.....	32
1- La croissance économique.....	32
1-1- La croissance économique et ses instruments de mesure.....	33
1-1-1- La définition de la croissance économique	33
1-1-2- La mesure de la croissance économique.....	34
1-1-3- Les limites du PIB.....	34
3-Théories modernes et modèles de croissance endogène.....	35
3-1-Les modèles de croissance endogène sans système financier.....	36
3-2-Les modèles de croissance endogène avec système financier.....	37
Section 2 : Revue de littérature théorique sur le lien entre le développement financier et la Croissance économique.....	39
1- La théorie du lien entre le développement du système financier et la Croissance économique.....	40
1-1-Développement financier et croissance économique :les controverses théoriques	40

1-1-1-Rôle du système financier dans la croissance économique.....	40
1-1-1-1-L'approche de la demande.....	40
1-1-1-2-L'approche de l'offre.....	40
1-1-2-Les canaux de transmission de la finance a la croissance économique.....	41
1-1-2-1-La transformation efficace d'actifs illiquides en actifs liquides.....	41
1-1-2-2-le financement de l'innovation.....	41
1-1-2-3-Un canal fondé sur le concept d'externalités.....	41
1-2-La théorie sur le lien entre l'activité des intermédiaires financiers et la Croissance économique :l'impact du développement financier sur L'accumulation du capital, la productivité des facteurs et l'intensité Des échanges commerciaux.....	42
1-2-1- Acquisition des informations sur les projets et favoriser l'allocation Optimale des ressources	42
1-2-2-La facilitation des transactions financières et commerciales la gestion de Risque et la diversification des actif.....	42
1-2-3-Asseoir la surveillance des investissements, exercer un contrôle sur la Gestion des entreprises après le financement des projets.....	43
1-2-4-Assurer la mobilisation de l'épargne	43.
1-2-5-Faciliter l'échange des biens et services.....	43
1-3 -Les interactions entre les institutions financières et la croissance Economique dans les modèles de croissance endogène.....	44
1-3-1-Le modèle de PAGANO.....	55
1-3 -2-D'autres analyse théoriques des intermédiaires financiers dans L'allocation des ressources.....	60
1-4-Les faiblesses des analyses de la relation entre le développement Financier et la croissance économique.....	64
2- La théorie de la répression financière	67
2-1-La définition de la répression financière	67
2-2-Les fondements théoriques de la répression financière	68
2-2-1-La répression financière selon McKinnon et Fry.....	68
3. La libéralisation financière.....	69
Section1 :Le fondement théorique de la libéralisation financière.....	70
1. L'approche théorique de McKinnon et Shaw.....	70
2. 2.LesprolongementsdeMcKinnonetShaw.....	72
3.4. L'impact de la libéralisation financière sur la performance des secteurs financier et réel	72.
3.4.1. L'impact de la libéralisation financière sur le développement financier.....	72

3.4.2. Libéralisation financière et croissance économique : les canaux de transmission.....	74
3.4.2.1. L'effet de la libéralisation sur la croissance économique par des canaux directs.....	76
3.4.2.2. L'effet de la libéralisation sur la croissance économique par des canaux indirects...	
Section 3 : Revenue de littérature empirique sur l'interaction entre le développement financier et la croissance économique	84
1. Les études ayant trouvé une relation positive entre le développement financier et la croissance.....	86
1.2. La controverse du sens de la causalité de la relation entre développement financier et croissance.....	90
1.2.1. Les liens de causalités entre les variables financières et la croissance.....	90
1.2.2. Corrélation entre les variables financières et la croissance.....	91
2.2.4. Les études ayant trouvé un impact mitigé du développement financier sur la croissance.....	94.
4. La validation empirique de l'interaction entre développement financier et croissance économique	96
Présentation des variables réelles et financières.....	96
1.1. L'indicateur de croissance économique	97
1.2. Les indicateurs de développement du système bancaire.....	98
1.3. Les variables de contrôle	100
1.4. Indicateurs de Développement du marché financier.....	102
Partie 2 : Structure Financière et Croissance Economique.....	105
Chapitre 1 : La structure financière.....	106
Section 1: Définition et analyse comparative des deux formes d'architectures Financières.....	106
1- La définition de la structure financière.....	106
3- Les mérites relatifs des deux types d'architectures financières.....	107

3-1-Les différences théoriques entre les deux types d' architectures financières.....	107
3-1-1-La réponse aux signaux des prix.....	107
3-1-2-La sensibilité aux bulles.....	108.
3-1-3 -Le risque.....	108.
3-1-4-Le type d'actif financier pour chaque structure financière	108
3-1-5-Le type d'entreprise finance par chaque architecture financière.....	108
3-1-6-Le financement de l'innovation.....	109
3-2- L'efficacité relative des deux modes de financement.....	109
4- La performance et la suprématie des deux structures financières.....	110
Section 2 : Les facteurs déterminants de l'architecture financière.....	112
1- Le cadre juridique et réglementaire	113
2- La fable de l'origine légale.....	114
3- Les complémentarités institutionnelles.....	114
4- La finance et le développement.....	115
Section 3 : Les indicateurs de l'architecture financière.....	116
2- Les indicateurs de la structure financière	116
2-1- L'indicateur activité de structure financière.....	117
2-2- L'indicateur dimension de structure financière	117
2-3- L'indicateur efficacité de structure financière	118
2-4- L'indicateur agrégat-structure financière	118
2-5- L'indicateur structure –dummy.....	119
3- Les indicateurs de l'environnement légale.....	119
3-1- L'indicateur « creditor ».....	120
3-2- L'indicateur « anti-director »	121
3-3- L'indicateur de l'effectivité du droit.....	121
4- L'indicateur de l'origine légale.....	122
Section 4 : Le choix d'une structure efficace et optimale.....	123
1- La structure financière efficace et optimale	123
2- L'arbitrage entre les deux formes d'architecture financière dans le choix des agents économiques	127
2-1- Les hypothèses de Boot et Thakor.....	130
Chapitre 2 : Revue de littérature théorique et empirique sur la connexion structure Financière et croissance économique.....	132
Section 1 : Revue de littérature théorique sur le lien entre la structure financière Et la croissance économique.....	133
1-Les considérations théoriques sur la connexion structure financière et croissance économique.....	134
1-1-La structure financière indifférente	134
1-2-La structure financière influente.....	134

1-2-1-L'approche « supply-leading ».....	135
1-2-2-L'approche « demand-following ».....	135
2-Les approches théoriques concurrentes de la structure financière.....	136
2-1-La structure financière et la croissance économique.....	137
2-1-1-L'offre de services financiers par les intermédiaires financiers.....	138
2-1-1-1-La mobilisation et l'allocation de l'épargne.....	140
2-1-1-2-l'acquisition de l'information.....	141
2-1-1-3-La gestion de risque.....	142
2-2-L'offre de services financiers par les marchés financiers.....	143
2-1-2-1-La mobilisation de l'épargne et l'allocation des ressources.....	144
2-1-2-2-L'acquisition de l'information	145
2-1-2-3-La gestion de risque.....	145
2-2- Les approches théorique de L'architecture financière.....	146
2-2-1 -Les approches fondées sur les intermédiaires et les marchés financiers.....	146
2-1-1-1- L'approche fondée sur les intermédiaires financiers.....	147
2-1-1-2-L'approche fondée sur les marchés financiers.....	148
2-2-2- Les approches fondées sur les services financiers, le droit et la finance.....	18
2-2-2-1-l'approche fondée sur les services financiers.....	149
2-2-2-2- L'approche fondée sur le droit et la finance.....	149
3- Les limites de la littérature théorique sur la relation entre l'architecture financière et la croissance économique.....	150
Section 2: Revue de littérature empirique sur le lien unissant la structure financière Et la croissance économique.....	156
1-La structure financière influence la croissance économique :Controverse alimentée par l'expérience des pays développés.....	158
2-Les preuves empiriques existantes.....	160
3-La validation empirique de la relation unissant la structure financière et la croissance économique.....	161
4-Les limites des études empiriques sur le lien entre l'architecture financière et la croissance économique	163
Partie 3 : Développement Financier, Structure Financière et Croissance Economique en Algérie	
Chapitre 1 : Politique de répression financière et impact du développement financier Et de la structure financière sur la croissance économique.....	167
1-1- Un faible approfondissement financier.....	168
1-1-1- Les différentes mesures de l'approfondissement financier.....	169
1-1-2- Analyse de l'approfondissement financier en Algérie	169
1-1-2-1- Niveau global du développement financier.....	170
1-1-2-2- Diversification des actifs financiers	170

1-1-2-3- Monétisation et dynamique bancaire	171
2- Impacts de la politique de répression financière sur la sphère réelle.....	172
2-1- La croissance économique	173
2-2- La contribution de l'investissement à la croissance économique.....	174
2-3- Croissance, investissement et productivité.....	175
2-3-1- Mesure de l'efficacité des facteurs de production	176
2-3-2- Mesure du niveau marginal de l'investissement	177
2-3-2-1- Le coefficient marginal du capital	178
2-4- L'épargne.....	179
2-4-1- Epargne publique et épargne nationale.....	180
2-4-2- Epargne financière et taux d'intérêt.....	180
2-4-3- Epargne totale et investissement.....	180
Section 4 : Validation empirique de l'impact du développement financier et de la Structure financière sur la croissance économique dans le cadre d'un Système financier réprimé (1970-1989)	181
Chapitre 2 : Politique de libéralisation financière et impact du développement Financier et de la structure financière sur la croissance économique.....	195
Section 1 : Réformes financières dans le cadre de la politique de libéralisation Financière.....	196
Section 2 : Effets de la politique de libéralisation financière sur les sphères financière et réelle.....	234
1- Impacts de la politique de libéralisation financière sur les sphères financière et réelle (1990-1999).....	235
1-1- Impact sur la sphère financière.....	235
1-2- Impact sur la sphère réelle.....	240
2- Effets de la politique de libéralisation financière sur les sphères financières et réelle (2000-2015).....	242
2-1- Effet sur la sphère financière	242
2-2- Effet sur la sphère réelle	245
Section 3 : Validation empirique de l'impact du développement financier et de La structure financière sur la croissance économique dans le cadre d'un système financier libéralisé (1990-2015)	247
Conclusion.....	272