

# **UNIVERSITE de LIMOGES**

**Faculté de Droit et des Sciences Economiques**

ECOLE DOCTORALE SHS

LAPE-EA 1088

## **Libéralisation Financière, Efficacité du Système Financier et Performance Macroéconomique**

Enseignements pour l'Egypte, la Jordanie et le Liban

**Thèse pour le Doctorat ès Sciences Economiques**

Présentée et Soutenue publiquement le 19 Juin 2007 par

**Musa FOUDEH**

### **Membres du Jury**

**Président du jury :**

**M. Christian BORDES, Professeur à l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne**

**Directeur de thèse :**

**M. Amine TARAZI, Professeur à l'Université de Limoges**

**Rapporteurs :**

**M. Daniel GOYEAU, Professeur à l'Université de Poitiers**

**M. Jean-Pierre BERDOT, Professeur à l'Université de Poitiers**

**Suffragant :**

**M. Philippe Rous, Maître de Conférences HDR à l'Université de Limoges**

*À la mémoire de ma mère*

## *Remerciements*

*Je tiens à remercier et à exprimer ma sincère reconnaissance à Monsieur le Professeur Amine TARAZI, pour ses qualités humaines, l'encadrement scientifique dont j'ai pu bénéficier, dans une atmosphère de confiance et d'autonomie de mes recherches. Je tiens à remercier également Monsieur Philippe ROUS pour sa gentillesse, pour le temps qu'il m'a accordé et pour sa contribution à l'aboutissement du travail empirique. Je remercie également Messieurs les membres du jury d'avoir bien voulu participer à l'évaluation de ce travail.*

*Je tiens aussi à exprimer mes remerciements amicaux à Emilie CLAUZURE, pour sa précieuse aide au niveau linguistique ainsi qu'à Hicham BENFEDDOUL et à Fouad MACHROUH, pour leur aide et leur soutien moral.*

*Enfin, je remercie mon père, ma famille ainsi que mes amis pour leur constant soutien pendant ma thèse.*

*‘‘La faculté n’entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans les thèses, ces opinions doivent être propres à leurs auteurs’’*

## **Introduction Générale**

Dès la fin des années 1980, de nombreuses autorités monétaires et financières au Proche Orient ont appliqué des programmes de libéralisation des taux d'intérêt, de déréglementation financière, de privatisation des institutions financières et d'ouverture de leur secteur financier aux investissements étrangers dans l'objectif de stimuler la croissance économique.

La plupart de ces pays ont appliqué des réformes bancaires et financières en vue d'améliorer leur efficacité et d'attirer des capitaux pour assurer le financement de leur développement et corriger les déséquilibres et les distorsions dans leurs économies. Il faut indiquer que les pays qui sont les plus avancés dans le processus de libéralisation financière au Proche Orient sont la Jordanie, l'Égypte et le Liban.

Pour arriver à ce but, plusieurs pays, comme la Jordanie et l'Égypte, ont accepté d'appliquer des programmes d'ajustement structurel (PAS), proposés par la Banque Mondiale (BM) et le Fond Monétaire International (FMI). Ces programmes ont englobé l'ouverture sur l'extérieur, des mesures de libéralisation financière, la réforme du secteur public, la réforme du système fiscal et les politiques monétaires, sociales et d'investissement. En revanche, d'autres pays de la région comme le Liban n'ont pas appliqué ces programmes, préférant conserver leur autonomie. Il faut souligner que le Liban possède depuis longtemps un secteur financier libéral plus avancé que celui d'autres pays de la région. La guerre a obligé son gouvernement à appliquer une politique de répression financière tout au long des années 1980, ce qui a empêché le processus de mobilisation efficace de l'épargne. L'application de réformes financières et bancaires au début des années 1990 était nécessaire pour développer l'intermédiation financière.

Le FMI et la BM exigent l'application de politiques financières libérales pour accorder les fonds nécessaires aux pays en difficultés. L'application de la politique de libéralisation financière recommandée par ces institutions visait à accroître l'intermédiation financière afin d'augmenter la capacité du système financier à rassembler l'épargne pour l'investissement productif afin de soutenir la croissance économique dans les pays en voie de développement (PVD).

En fait, les fondements théoriques de cette politique s'appuient sur les travaux de Mc Kinnon (1973) et de Shaw (1973). Ces derniers estiment que la politique de répression financière <sup>1</sup> appliquée par la plupart des PVD dans les années 1950 et 1960 empêchait le développement économique et ralentissait la croissance économique. Selon Mc Kinnon et Shaw, il faut supprimer toutes les contraintes pesant sur le système financier, en particulier celles sur le niveau des taux d'intérêt réels, car la fixation des taux d'intérêt en dessous de leur niveau d'équilibre engendre un faible niveau d'épargne et d'investissement. Il faudrait ainsi laisser les forces du marché déterminer le taux d'intérêt d'équilibre et allouer les ressources nécessaires pour approfondir et développer le système financier afin de le rendre plus efficace. En effet, un système financier efficace permet d'effectuer les opérations économiques indispensables et de canaliser l'épargne vers l'investissement productif. Il est essentiel à la croissance économique et ses déficiences peuvent diminuer l'efficacité de la politique monétaire et budgétaire et provoquer la fuite des capitaux, aggravant la récession économique.

Les différents travaux empiriques réalisés sur le sujet montrent une forte relation entre développement financier et développement économique [King & Levine (1993 a,b,c), Levine (1997), Levine & Zervos (1995), (1996) et (1998), Arestis, Demetriades & Luintel (2001), Andersen (2003), Beck & Levine (2004) et d'autres]. La politique de libéralisation financière qui vise à développer le système financier et à augmenter son efficacité contribuerait ainsi au développement économique.

L'objectif de cette thèse est de déterminer le système financier qui sera le plus efficace dans le financement des projets économiques au sein des 3 pays à l'étude (Égypte, Jordanie et Liban) et quels seront les impacts de la libéralisation financière. Nous nous intéresserons tout particulièrement à la question de savoir quel système doit être privilégié dans le financement des activités économiques au sein des pays qui choisissent de libérer leur économie et leur sphère financière afin d'avoir un système financier capable d'effectuer une allocation efficace de ressources (système basé sur les banques ou système basé sur les marchés financiers). Quelle place occupe chaque composante du système financier (banques et marchés) dans le financement de l'économie et quelles sont les conséquences de la politique de libéralisation

---

<sup>1</sup> La répression financière est l'intervention de l'Etat dans la sphère financière qui se caractérise par le plafonnement des taux d'intérêt en-dessous de leur niveau d'équilibre, la constitution de réserves obligatoires élevées et l'orientation des crédits.

financière sur le développement financier de ces pays? Est ce que ces réformes ont donné une place plus importante au développement du secteur bancaire (financement indirect) ou au développement de la bourse (financement direct)?

Notre démarche consiste au préalable à adopter une analyse quantitative des indicateurs de développement financier pour appréhender la place occupée par chaque composante du système financier au sein de l'économie des 3 pays étudiés et pour en étudier les évolutions après l'application des réformes financières dans le cadre de la politique de libéralisation financière.

Pour répondre à la question majeure, à savoir quel type de système financier devrait être privilégié pour le financement de l'économie, nous nous appuyerons sur l'analyse théorique de Boot & Thakor (1997) qui montrent que le système financier basé sur les banques est plus efficace que le système basé sur les marchés financiers dans les PVD où les emprunteurs ont une réputation médiocre et où les informations sur les firmes sont peu diffusées. Pour examiner cette hypothèse, nous proposons une analyse économétrique qui s'appuie sur un échantillon de 58 pays dont 32 PVD et 26 pays développés, l'objectif étant de situer les 3 pays étudiés et d'en tirer des enseignements pour le Proche-Orient. Plus précisément, les indicateurs que nous employons, représentatifs de la taille et de la structure du système financier, ont pour objet de déceler et éventuellement d'expliquer des différentiels de taux de croissance afin de dégager des conclusions pour l'Égypte, la Jordanie et le Liban.

Cette thèse est composée de 3 chapitres. Chaque chapitre est organisé en 4 sections.

Dans le premier chapitre on procède à des rappels théoriques de la libéralisation financière en présentant en même temps la situation propre à chacun des 3 pays étudiés avant l'application de la nouvelle politique. Nous nous attachons à montrer les avantages et les inconvénients de l'application d'une telle politique. Nous y abordons également le cas sud coréen -considéré comme le plus réussi au monde- afin de comprendre l'importance d'un système financier adéquat aux besoins de l'économie et adapté à sa structure. Ainsi sont évités les inconvénients qui accompagnent une politique de libéralisation financière. Nous présentons ensuite les réformes financières appliquées au début des années 1990 en Égypte, en Jordanie et au Liban pour dégager le système financier des restrictions imposées par la politique de répression financière et en évaluer la portée. Autrement dit, quels sont les effets de l'application de la libéralisation financière? Pour répondre à cette question, nous effectuerons une évaluation quantitative des réformes financières menées au sein des trois pays d'étude en vue

d'appréhender leurs effets sur les principaux indicateurs financiers usuels, comme par exemple le niveau du taux d'intérêt réel, la marge du taux d'intérêt, la profondeur financière et le crédit accordé au secteur privé par rapport au crédit total, etc...

Le deuxième chapitre se situe dans le cadre des études effectuées pour expliquer l'importance du développement du secteur financier dans la croissance économique. Nous nous intéressons à la question de savoir quel système financier sera le plus approprié pour ces pays en voie de développement. Autrement dit, faut-il plutôt promouvoir le système basé sur les banques ou celui fondé sur les marchés ? Dans premier temps nous présenterons les arguments théoriques de l'émergence des intermédiaires financiers et des marchés financiers ainsi que le choix d'une structure financière efficace. Ensuite, nous présentons la structure du système financier des 3 pays étudiés et son évolution, issue de l'application de la politique de libéralisation financière.

Etant donné que notre intérêt est de savoir quel système sera le plus avantageux concernant le financement de l'économie, et en particulier dans les PVD dont l'Egypte, la Jordanie et le Liban, notre analyse s'appuie ensuite sur le modèle de Boot & Thakor (1997) dans le but de sélectionner la source de financement la plus efficace, c'est-à-dire permettant de résoudre les problèmes d'asymétrie d'information, et de diminution des coûts de transaction et d'acquisition des informations.

Enfin, dans le troisième chapitre, nous nous demanderons, à la lumière d'un modèle économétrique, quel système sera le plus efficace pour le développement économique dans le cadre des PVD. Notre approche consiste, à l'appui des enseignements théoriques dégagés dans les chapitres précédents, à examiner le lien entre développement financier et performance économique en distinguant les indicateurs de développement du système financier fondé d'une part sur les banques et d'autre part sur les marchés. Notre objectif est d'isoler la contribution à la croissance économique d'un type de développement financier plutôt qu'un autre. En nous appuyant sur un vaste échantillon comprenant 58 pays, dont 32 en voie de développement, nous tentons ainsi de dégager des enseignements utiles pour l'Egypte, la Jordanie et le Liban.

# **Chapitre 1**

## **Les impacts de la libéralisation financière en Egypte, en Jordanie et au Liban**

# CHAPITRE 1

## Introduction

L'application de la politique de libéralisation financière recommandée par les institutions internationales comme le FMI et la BM visait à accroître l'intermédiation financière dans l'objectif d'augmenter la capacité du système financier à mobiliser l'épargne pour l'investissement productif afin de soutenir la croissance économique dans les pays en voie de développement.

Depuis la fin des années 1980, la Jordanie, l'Égypte et le Liban ont appliqué des réformes financières importantes dans le cadre de la politique de libéralisation financière. La Jordanie et l'Égypte ont mené ces réformes dans le cadre d'un programme d'ajustement structurel économique (PAS) et sous le regard des institutions financières internationales (FMI, BM), afin d'éliminer les déséquilibres macro-économiques.

La politique monétaire jordanienne et égyptienne était interventionniste jusqu'à la fin des années 80. Il s'agissait d'encourager les investisseurs nationaux en leur proposant des taux d'intérêt faibles et d'orienter les ressources vers des secteurs privilégiés pour le développement national. A partir des années 90, les deux pays ont commencé à implanter des programmes de libéralisation financière. La Jordanie a libéré tous les taux d'intérêt en 1991. Le PAS, dont l'un des objectifs est de libéraliser le commerce, a commencé en 1989. A partir de 1995, ce programme se concentre sur l'assainissement du système financier par la privatisation et l'introduction de nouveaux produits financiers. De plus, ce programme inclut la réforme fiscale et des programmes qui encouragent les exportations en orientant l'investissement vers ce secteur. En Égypte, les marchés financiers ont été libérés de leurs restrictions. A partir de 1991, l'initiative de libéralisation financière a suscité l'apparition de marchés financiers plus actifs.

Le Liban possède depuis longtemps un secteur financier libéral. Pendant la guerre civile de 1975-1990, le gouvernement libanais a adopté une politique de répression financière qui a affecté l'allocation de l'épargne. Le Liban ne manque pas de fonds à investir, le problème consiste à orienter une plus grande partie de ces fonds vers des secteurs plus productifs. Les réformes financières qui sont menées à partir de 1991 ont pour objectif d'orienter l'allocation

des ressources dans un sens plus productif, et d'influencer les structures et les comportements des entreprises.

En quelques mots, dans ces trois pays, la réforme inclut des mesures pour réduire le déficit budgétaire, maintenir un taux de change stable et libérer le système financier par la suppression progressive des restrictions et des barrières financières. Cela fait maintenant plus de 10 ans que ces pays ont appliqué des réformes financières. L'objectif est de connaître les conséquences engendrées par ces réformes sur les indicateurs économiques et financiers, par exemple : le taux de croissance économique, le déficit budgétaire, le niveau des taux d'intérêt réels, la marge du taux d'intérêt, le ratio d'approfondissement financier, le ratio des crédits publics par rapport au crédit total, etc..

Dans ce chapitre, nous procédons d'abord à des rappels de travaux théoriques de la libéralisation financière en commençant par ceux de pères fondateurs de la théorie [McKinnon (1973) et Shaw (1973)]. Depuis les travaux de McKinnon et Shaw, plusieurs économistes ont complété la théorie de la libéralisation financière, pour s'assurer que cette politique contribue positivement au développement économique des pays qui choisissent de libéraliser leur secteur financier [Vogel & Buser (1976), Kapur (1976), Mathieson (1979)]. En effet, jusqu'aux travaux de Fry (1991,1995), les études avaient contribué à modéliser les travaux originaux de McKinnon et Shaw. Fry a indiqué que la libéralisation financière exerce ses impacts positifs sur la qualité de l'investissement et sur son volume. Il a enrichi la thèse des fondateurs en spécifiant les fonctions d'investissement et d'épargne.

En revanche, cette théorie a été la cible de critiques de plusieurs économistes comme les néo-structuralistes, tels Taylor (1983) et Van Wijnbergen (1983). Taylor et Wijnbergen furent les premiers à critiquer la thèse de la libéralisation financière. Ils insistent sur le rôle important joué par le secteur informel dans le financement de l'économie, au contraire de la thèse de McKinnon et Shaw qui n'accordent aucune importance à ce secteur. Par ailleurs, les post-keynésiens ont aussi critiqué cette théorie. Contrairement aux théoriciens de la théorie de la libéralisation financière, les post-keynésiens négligent le rôle de l'épargne; ils pensent que l'investissement ne dépend pas d'elle mais du niveau de demande effective et du taux d'intérêt [Beckerman (1988), Burckett & Dutt (1991) et Demirguç-Kunt & Detragiache (1997)]. Enfin, les travaux de Stiglitz & Weiss et Stiglitz seul remettent en cause l'hypothèse de la théorie de la libéralisation financière sur le marché de capitaux en indiquant que l'asymétrie d'information sur le marché du crédit pousse au rationnement du crédit, ce qui peut justifier la

politique de répression financière [Stiglitz et Weiss (1981) et (1990) Stiglitz (1994) et (1989)].

Pour mieux comprendre la politique de libéralisation financière qui a été appliquée en Egypte, en Jordanie et au Liban et comprendre l'importance de l'adoption d'un système financier adapté aux besoins de l'économie et à sa structure dans l'objectif d'éviter les inconvénients qui accompagnent une politique de libéralisation financière, nous allons aborder le cas sud coréen de libéralisation financière considéré comme le plus réussi au monde. En effet, il importe de savoir pourquoi l'expérience sud coréenne a montré des effets négatifs dans l'application de cette politique. En fait, l'application de la politique de libéralisation financière et du programme de restructuration financière néolibérale impliquait une dépendance maximale au marché financier, c'est-à-dire un système financier basé sur les marchés (Financial market based system). Dans cette mesure, il n'a pas respecté les fondements du modèle de croissance coréen en place (Korean state-led growth model) qui était financé par le système financier bancaire guidé par l'Etat ( State-led bank-based financial system).

Dans la deuxième section, nous analysons les réformes financières appliquées dans l'objectif de libéraliser le système financier de ses restrictions au sein de nos 3 pays d'étude afin de libéraliser les taux d'intérêt, d'alléger les conditions sur les fonds d'investissement, d'augmenter le degré de concurrence et d'ouvrir le système financier aux investisseurs étrangers. Est-ce que ces réformes visaient le secteur bancaire ou le secteur boursier ?

Ensuite, dans la troisième et quatrième sections de ce chapitre, nous allons présenter les principaux indicateurs économiques et financiers des 3 pays dans les années 90 pour appréhender les effets de l'application de la libéralisation financière sur l'économie et l'efficacité du système financier comme par exemple, quant à la marge de taux d'intérêt, à la profondeur financière et au crédit accordé au secteur privé par rapport au crédit total.

## **Section 1. La Libéralisation Financière entre Avantages et Inconvénients**

La répression financière qui a été exercée dans les années 50 et 60, par la plupart des pays en voie de développement (PVD) dont l'Egypte, la Jordanie et le Liban, constituait un obstacle au développement du secteur réel [Mc Kinnon (1973) et Shaw (1973)]. Pour ces deux économistes, la répression financière est l'intervention de l'Etat dans la sphère financière qui se caractérise par le plafonnement des taux d'intérêt en dessous de leur niveau d'équilibre, la constitution de réserves obligatoires élevées et l'orientation des crédits. L'interventionnisme permet à l'Etat de financer son déficit budgétaire à faible coût. Selon les deux économistes Mc Kinnon et Shaw, cette politique ralentit la croissance économique.

## **1.1. Les désavantages de la répression financière**

Tout d'abord, il faut indiquer que les désavantages de la politique de répression financière justifient la tentation d'appliquer la politique de libéralisation financière.

On peut résumer les désavantages de la répression financière en abordant chaque point à part.

### **1.1.1. La fixation du taux d'intérêt**

Pour Mc Kinnon [1973] et Shaw [1973], l'hypothèse de départ est que la monnaie et le capital sont complémentaires. Ils nient le rôle du secteur informel dans le financement de l'économie.

Pour eux, seules les banques jouent un rôle essentiel dans le financement de l'investissement.

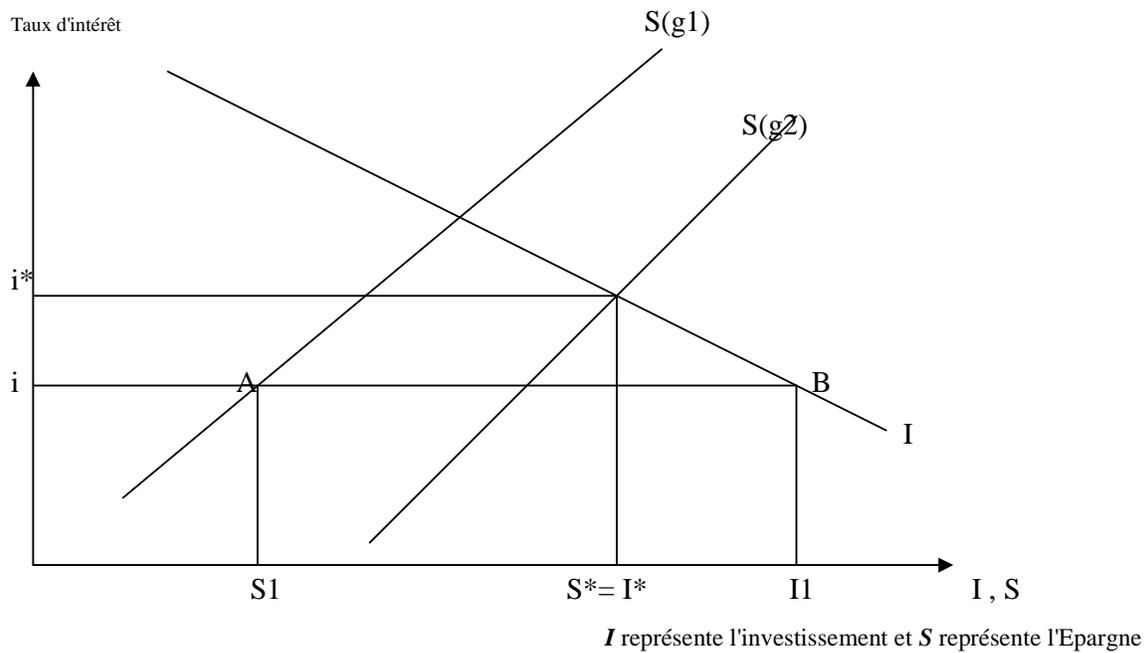
Les banques ont deux fonctions :

- 1- Créatrices de monnaie.
- 2- Source unique de financement.

La fixation des taux d'intérêt en dessous de leur niveau d'équilibre engendre un faible niveau d'investissement via la baisse des dépôts bancaires. Cette décision affecte la qualité de l'investissement, car les banques, qui rémunèrent leurs dépôts à des taux bas et les prêtent à des taux créditeurs peu élevés, intensifient l'aversion pour le risque et la préférence pour des projets liquides à la place de projets plus risqués mais plus rentables.

La figure ci-dessous explique la répression financière exercée par un pays sur l'investissement et l'épargne.

**Figure 1.1 : L'inconvénient de fixation des taux d'intérêt réels en dessous de leur niveau d'équilibre**



Source : Darreau P “ Croissance et politique économique ”, De Boeck (13 décembre 2002).

Si le gouvernement veut encourager l'investissement dans certains secteurs prioritaires en réduisant le coût de l'emprunt, il baissera le taux d'intérêt réel servi sur les dépôts jusqu'à ( $i$ ), et ainsi l'épargne devient égale à  $S_1$ . Par conséquent, une partie de la demande de l'investissement n'est pas satisfaite ( $AB$ ). Pour qu'elle le soit, il faut que le taux d'intérêt se fixe à ( $i^*$ ). Par conséquent, l'investissement augmente et la demande globale le suit, permettant au taux de croissance d'augmenter (de  $g_1$  à  $g_2$ ). Chaque fonction d'épargne est fonction d'un certain taux de croissance de l'économie ( $g$ ), c'est-à-dire que ( $S$ ) croît en fonction du taux de croissance du revenu national ( $g$ ).

Il faut indiquer que dans les 3 pays étudiés, les taux d'intérêt réels étaient négatifs à la fin des années 80 et au début des années 90 (Voir [Tableau 1.1]) ci-dessous.

**Tableau 1.1 : Taux d'intérêt réel, en moyenne, sur tous les dépôts avant l'application de LF**

	1989	1990	1991
Egypte	-9,7%	-4,7%	-7,8%
Jordanie	-18%	-8%	-0,07%
Liban	-30,6%	-45,8%	-43,4%

Source: IMF, Year Book 2000.

### **1.1.2. La hausse des taux d'inflation et le déficit budgétaire**

Face à un système fiscal peu efficace, les autorités peuvent voir dans la taxe d'inflation (droit de seigneurage) la source principale de leur revenu, d'où l'existence de forts taux d'inflation dans certains pays, comme le Liban pendant la guerre civile. Giovannini & De Melo (1993) expliquent que la pratique des taux d'intérêt bas, appliqués dans le cadre de la politique de répression financière, permet au gouvernement de financer son déficit à moindre coût. Ils expliquent par les 2 raisons ci-dessous pourquoi les PVD, qui souffrent d'un système fiscal faible, ont mis en place une politique de répression financière, préférant financer leurs dépenses par l'emprunt auprès du système bancaire à des taux peu élevés:

- 1- L'Etat doit supporter un coût excessif pour collecter les impôts (salaires des fonctionnaires, contrôle des contribuables, traitement des informations, etc. ;
- 2- La répression financière impliquant un coût implicite sur le capital qui peut satisfaire, pour des raisons politiques, les salariés au détriment des capitalistes.

En fait, plusieurs économistes ont justifié l'existence d'une répression financière optimale (Bencivenga & Smith, [1991], Espinosa & Hunter [1994], Roubini & Sala-i-Martin [1995]).

Dans un modèle de croissance endogène, Roubini & Sala-i- Martin (1995) indiquent que le degré d'évasion fiscale dans un pays donné détermine le degré de répression financière, puisque le secteur financier offre la source principale et la plus facile de recettes de l'Etat. Cette répression a un effet négatif sur l'efficacité du système financier, réduit l'investissement et la croissance. La répression financière, en interdisant le développement financier, expliquerait les écarts de développement entre les pays.

En fait, les travaux de Roubini & Sala-i- Martin (1992,1995) enrichissent l'approche initiale de McKinnon et Shaw, en étudiant l'impact de la répression financière sur la croissance à long terme dans le cadre d'une croissance endogène.

En effet, dans les 3 pays étudiés où le système fiscal était peu performant, les autorités trouvaient dans la politique de répression financière une source de financement de leurs dépenses publiques. Le tableau suivant donne une idée claire de la situation à la fin des années 80 dans ces 3 pays:

**Tableau 2.1 : Le taux d'inflation et le déficit budgétaire dans les 3 pays en 1989**

	Le taux d'inflation	Le déficit budgétaire en % de PIB
Egypte	21,4%	-18,4%
Jordanie	25,6%	-14,7%*
Liban	48,1%	-32,3%

\* 1988

Source: - Jordanie et Liban : International Financial Statistics, IMF, Year Book 2000.

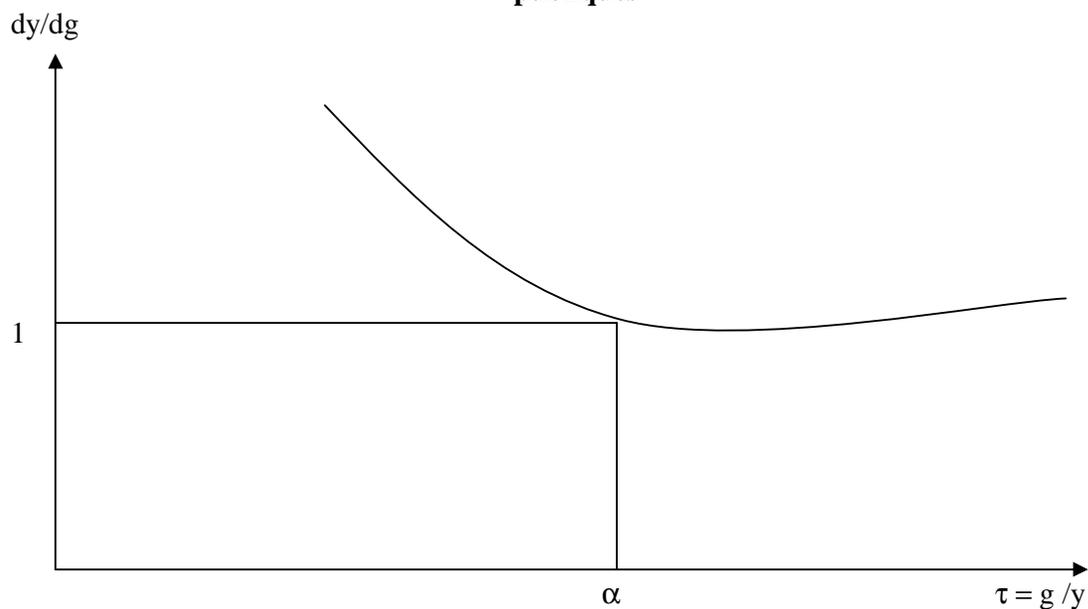
- Egypte: International Financial Statistics, IMF, Year Book 2000.

CBE, Annual Report 88/89

Il faut ajouter que plusieurs économistes justifient la répression financière appliquée dans le cadre du financement du déficit budgétaire, spécialement quand les dépenses publiques encouragent les investissements productifs et augmentent la croissance économique qui devient socialement optimale [Landais (1998)].

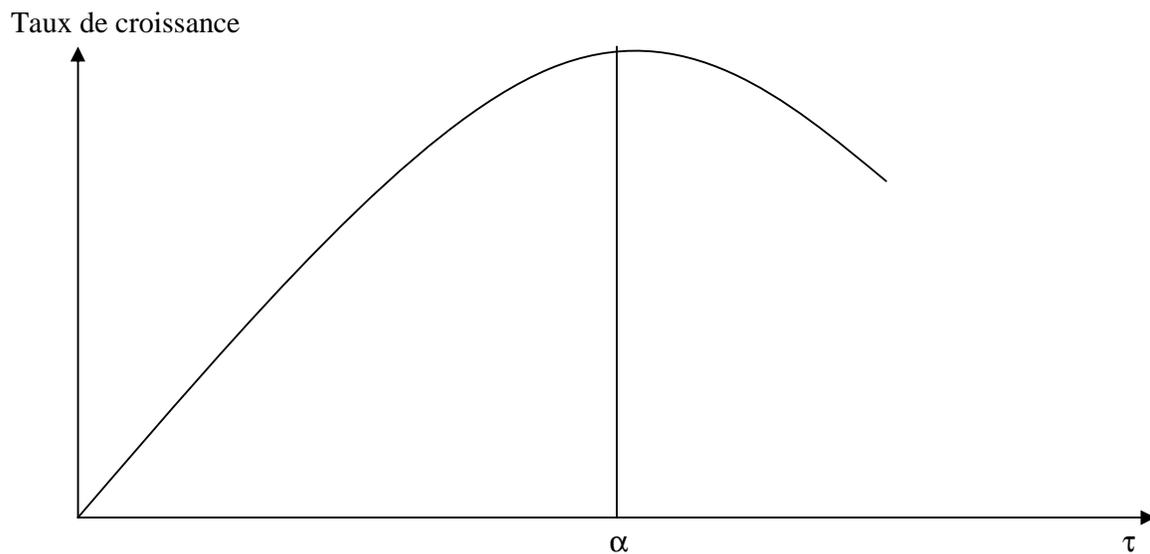
Dans le modèle de croissance endogène de Barro (1990) où les dépenses publiques sont productives et sont financées par des impôts proportionnels, la taille optimale de l'Etat  $g/y$  est obtenue lorsque la productivité marginale des dépenses publiques  $dy/dg$  est égale à 1 [Figure 2.1].

**Figure 2.1 : La taille optimale de l'Etat et la productivité marginale des dépenses publiques**



Source: Barro R "Government spending in a simple model of endogenous growth", *Journal of Political Economy*, Oct 1990.

**Figure 3.1 : La taille optimale de l'Etat et la croissance économique**



Barro a estimé la taille optimale de l'Etat  $\alpha$  autour de 30% du PIB, pourcentage au-delà duquel l'effet négatif de la fiscalité domine et où la croissance laisse place à la décroissance [Figure 3.1].

Plusieurs économistes voient dans la plus grande taille de l'Etat un frein à la croissance économique ; à cause de faible productivité du secteur public et du coût social d'une imposition excessive [Easterly & Rebelo (1993), Tanzi & Schuknecht (1996), King & Rebelo (1998)].

King & Rebelo (1998) ont simulé les effets du passage d'un taux d'imposition sur le revenu de 20% à 30%, ce qui va réduire l'accumulation du capital et le taux d'épargne et en conséquence, va diminuer le taux de croissance de 2% à 0,37%.

L'Etat peut financer l'augmentation du besoin d'emprunt du secteur public par la vente de ses titres à la Banque centrale, aux banques commerciales, au secteur privé non bancaire, ou par le financement extérieur [OCDE, Financement du déficit budgétaire et contrôle monétaire, 1982].

Mais quel type de financement n'affecte pas la masse monétaire et évite donc les fluctuations des taux d'intérêt ?

#### 1- Financement par la Banque Centrale :

L'Etat vend ses titres à la Banque Centrale. Dans ce cas, la base monétaire augmente du même montant que les taux d'intérêt pratiqués au moment considéré. La Banque Centrale peut fournir directement des fonds au Trésor pour éviter les fluctuations des taux d'intérêt.

#### 2- Financement par les banques commerciales :

Dans le cas où les titres de l'Etat sont vendus aux banques commerciales, ils participent à l'accroissement des actifs des banques et donc de la masse monétaire. S'ils se substituent à d'autres actifs, il n'y a pas d'effet sur la masse monétaire. Un problème se pose si le gouvernement choisit d'appliquer une politique de libéralisation financière au lieu de la répression financière. En fait, la hausse des taux d'intérêt, à la suite de la libéralisation financière, va augmenter le coût de leurs ressources (passif). Si les taux servis sur les bons du Trésor n'augmentent pas, le risque de faillite est présent (l'actif se dégrade).

#### 3- Financement par le secteur privé non bancaire :

Ce type de financement n'implique aucun changement dans la liquidité du système bancaire (on suppose que les achats des titres ne sont pas financés par des retraits sur les dépôts bancaires), ni dans la masse monétaire au sens large, car la vente des titres au secteur privé non bancaire entraîne un transfert des fonds au secteur public, et puis du secteur public au secteur privé quand les fonds sont dépensés.

#### 4- Financement par les étrangers :

La vente de titres aux non résidents exige que les dépôts intérieurs soient transférés du secteur privé aux acheteurs étrangers de titres publics (si les instruments de financement sont libellés en monnaie nationale), ou aux administrations publiques (si les instruments sont libellés en devise), avant de retourner au secteur privé quand les fonds sont dépensés. Les ventes de titres aux non résidents n'augmentent pas les actifs du système bancaire et la masse monétaire ne sera pas modifiée au sens large. Il faut souligner que les PVD préfèrent mettre en place une politique de répression financière justifiable quand le financement extérieur devient coûteux et difficile, particulièrement dans le cas de problèmes de remboursement de la dette extérieure (dette insoutenable).

### **1.1.3. L'orientation des crédits et la constitution de réserves obligatoires trop élevées engendrent l'inefficacité**

La mise en œuvre d'un système de réserves obligatoires oblige les banques à détenir au moins 10% ou 20% de leurs dépôts sous forme de réserves ou à placer une partie de leurs bénéfices dans un fond de réserves, ou encore à orienter les crédits vers un secteur précis, en décidant, par exemple, que l'agriculture devrait recevoir au minimum 20% ou 30% des prêts. Ces politiques empêchent les banques de détenir certains actifs en limitant la place que peut occuper un actif particulier dans leurs portefeuilles. Elles diminuent la capacité de la banque à réduire le risque de son portefeuille, par la diversification notamment.

Il faut souligner que les banques dans les 3 pays étaient obligées de déposer auprès les banques centrales un pourcentage variant entre 15% et 25% de leurs dépôts comme réserves monétaire obligatoires.

En effet, la libéralisation financière qui exige l'allégement de réserves obligatoire élevées donne aux banques les fonds suffisants pour augmenter leur capacité à offrir des crédits et à diversifier leurs investissements.

#### **1.1.4. La libéralisation financière assure une concurrence plus 'pure'**

La libéralisation financière des restrictions sur les transactions intérieures et extérieures accroît la concurrence des systèmes financiers nationaux, en permettant aux résidents de détenir des portefeuilles internationaux diversifiés, tout en limitant le risque financier.

Cette concurrence, enrichie d'innovations financières, offre aux clients une plus large gamme de services à moindre coût.

Il faut préciser que le développement des innovations financières est dû à la volonté des intermédiaires financiers de contourner certaines réglementations très coûteuses et au besoin de prendre des mesures de précaution contre les risques macro-économiques (la volatilité des taux d'intérêt et de change).

Comme l'a souligné Sandretto (2000) « la libéralisation et l'ouverture financière des économies permettent d'accroître non seulement l'efficacité allocative (ricardienne) mais aussi l'efficacité dynamique, grâce à la stimulation de la concurrence et des innovations. Corrélativement, l'accroissement de la pression de la concurrence dans le secteur financier attendue de la libéralisation de ce secteur doit rendre celui-ci plus compétitif ».

Le secteur bancaire en Egypte et en Jordanie était caractérisé par la domination de 3 ou 4 banques. En Egypte, 4 banques publiques dominaient la plupart de toutes les opérations financières. En Jordanie, l'Etat qui était à l'origine de la création de "Iskan bank" en 1974 avait garanti toutes ses activités commerciales, ce qui lui a permis de devenir la 2<sup>ème</sup> banque de Jordanie. L'objectif était de collecter les fonds nécessaires afin des les orienter vers un secteur précis (la construction) à un taux d'intérêt faible.

De plus, le secteur bancaire dans ces pays était fermé aux investissements extérieurs. Par contre, le Liban possédait un secteur bancaire libéral et ouvert aux investissements étrangers à la différence des autres pays de la région, mais la guerre civile libanaise (1975-1990) obligeait les autorités libanaises à appliquer une politique de répression financière.

## **1.2. Les critiques de la Théorie de la Libéralisation Financière et ses Inconvénients**

De nombreux économistes ont adopté la thèse de la libéralisation financière, ils ont essayé de la développer et de la défendre. Mais ils furent encore plus nombreux à la critiquer. En effet, à mesure que les crises financières se profilaient dans de nombreux PVD, la question de la responsabilité de la libéralisation financière fut au cœur des débats et à l'origine de la naissance de nouveaux courants théoriques :

### **1.2.1. La première critique porte sur la hausse des taux d'intérêt réel**

En effet, la hausse des taux d'intérêt au cours des années 80 a entraîné une augmentation des primes de risque. Les intermédiaires financiers sanctionnent leurs emprunteurs en augmentant le taux d'intérêt débiteur à la suite d'une hausse du taux d'intérêt servi sur les dépôts. Cette politique ne distingue pas les mauvais débiteurs des meilleurs. Par conséquent, les banques accumulent les mauvais actifs en attirant de mauvais emprunteurs. En augmentant les taux créditeurs servis sur leurs dépôts, les banques sont obligées de détenir des actifs plus risqués. Cette mesure permet de baisser la part des actifs faiblement rémunérés et incite les emprunteurs les moins risqués, notamment les grandes entreprises, à privilégier des financements par le marché moins coûteux que les crédits bancaires. Ces évolutions ont accentué la compétitivité de la finance directe par rapport à la finance intermédiaire.

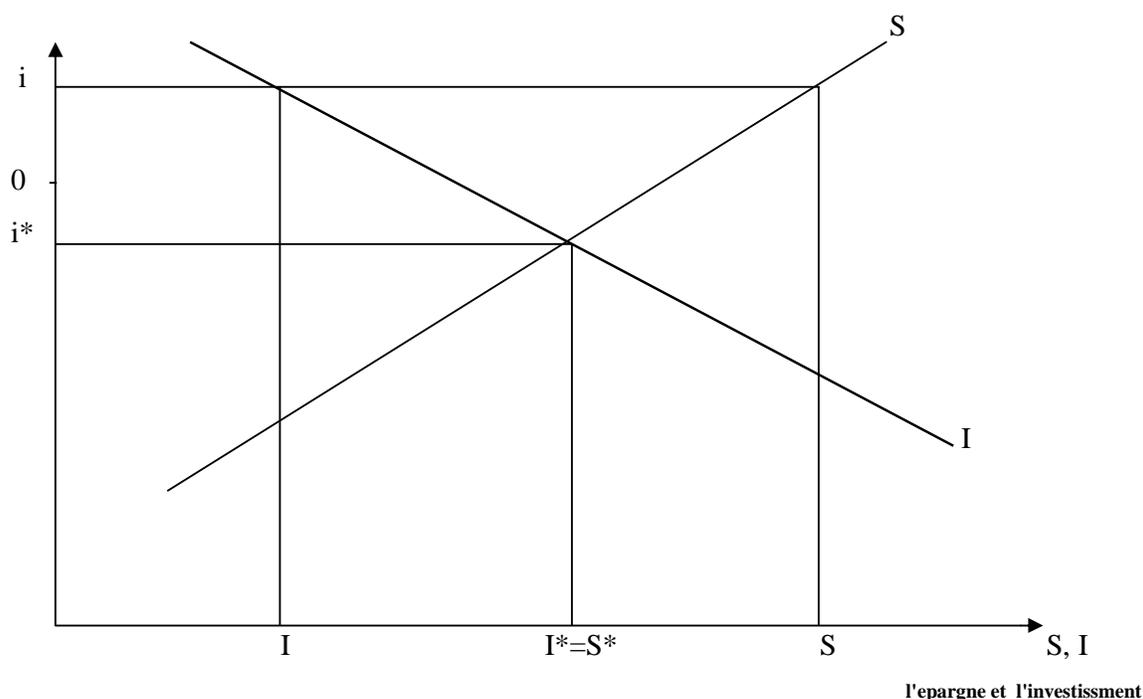
Plusieurs PVD, où le taux d'intérêt réel d'équilibre est négatif, seront obligés d'augmenter le taux d'intérêt nominal au-dessus du taux d'inflation pour rendre le taux d'intérêt réel positif à la suite de la libéralisation financière. Cette politique peut mener à une répression financière supplémentaire [Beckerman (1988)].

La hausse du taux d'intérêt réel devrait être considérable pour éviter la fuite des capitaux à l'extérieur du pays.

Venet (2000) a expliqué que l'accroissement forcé des taux d'intérêt réels négatifs jusqu'à les rendre positifs, passage de ( $i^*$  à  $i$ ) engendre un excès de fonds prêtables ( $S - I$ ). Dans ce cas, l'épargne augmente et l'investissement diminue. [Figure 4.1]

Les banques, qui acceptent de prendre des dépôts à ce taux ( $i$ ), seront obligées de les prêter à un taux plus élevé. Une part de cet excès de fonds ( $S - I$ ) /  $I$  risquera de ne pas être remboursée, dans le cas où ces fonds financeraient des projets peu rentables.

**Figure 4.1 : L'inconvénient d'une hausse élevée des taux d'intérêt réels**



Source : Venet B, “ Les critiques de la théorie de la libéralisation financière”, Paris, octobre 2000.

Compte tenu du niveau élevé des taux d'intérêt, les entreprises les plus sûres et les plus saines vont prendre beaucoup de risques pour honorer leurs crédits. A l'inverse, les mauvais débiteurs seront peu sensibles à la rupture de leurs engagements, ce qui augmente la part des dettes douteuses [Beckerman (1988)]. En général, la libéralisation financière des taux d'intérêt a un effet négatif sur la rentabilité des entreprises. Elle peut les acculer à la faillite et engendrer des difficultés pour le maintien de la stabilité du secteur financier et du secteur économique en général. Une hausse très élevée des taux d'intérêt à court terme est considérée comme une source majeure de problèmes pour le secteur bancaire (risque systémique). En fait, la hausse des taux d'intérêt à court terme n'est pas seulement due à la disparition des contrôles sur les taux d'intérêt grâce à la libéralisation financière ; d'autres facteurs entrent en jeu et sont mentionnés par Demirgüç-Kunt et Detragiache (1997) :

- 1) La hausse des taux d'inflation.
- 2) Une politique monétaire restrictive qui augmente les taux d'intérêt réels.
- 3) L'augmentation des taux d'intérêt internationaux.
- 4) Le besoin de défendre le taux de change contre les attaques spéculatives.

Les critiques de Beckerman (1988) sont d'inspiration keynésienne. L'investissement dépend à la fois du niveau de la demande effective et du taux d'intérêt sans transition par l'épargne. La libéralisation financière ralentit la croissance économique.

Les travaux achevés par les post-keynésiens Burckett & Dutt (1991) s'opposent totalement à la thèse de la libéralisation financière. Ils ont montré que la libéralisation financière dans un contexte de sous-emploi et de capacités de production excédentaires, a un effet négatif sur la croissance économique. De fait, la hausse du taux d'intérêt  $i$  diminue l'investissement (I), baisse la production (Y) qui à son tour diminue le revenu et par conséquent le taux de croissance ( $g$ ) ralentit. En conclusion, l'épargne diminue car elle dépend du revenu.

Pour eux, l'épargne constitue une fuite :

La hausse de taux d'intérêt ( $i$ ) va encourager les gens à épargner, alors l'épargne (S) augmente, ce qui va baisser la demande effective globale et enfin réduire l'investissement (I)

Cette analyse n'échappe pas à la critique :

La hausse de ( $i$ ) provoque la hausse (S) qui augmente la capacité des intermédiaires financiers à prêter aux agents économiques afin d'encourager les investissements (I).

Burckett et Dutt précisent que le premier effet domine le second et s'oppose à lui.

L'école néo-structuraliste de Taylor (1983) et Van Wijnbergen (1983) a été la première à critiquer l'approche de l'école de la libéralisation financière. Ils insistent sur le rôle important joué par le secteur informel dans le financement de l'économie.

Selon eux, la hausse des taux d'intérêt servis sur les dépôts bancaires peut réduire la demande d'encaisses monétaires, ce qui conduit à la baisse de l'offre de fonds prêtables sur le marché informel. Dans ce cas, le taux d'intérêt sur le marché informel va augmenter, ce qui signifie une augmentation du coût du capital et une baisse de l'investissement, entraînant une baisse de la production et du revenu. La hausse des taux d'intérêt du secteur informel influence négativement le marché des biens et des services.

Pour les néo-structuralistes, les réserves détenues par le secteur bancaire formel en bloquent une part importante et l'empêchent de circuler, ce qui diminue l'offre de fonds et augmente le taux d'intérêt. Par contre, Kapur (1992) affirme que les réserves du secteur bancaire assurent la sécurité du système financier à court terme dans le cas d'un problème de liquidité. Si le secteur informel cherche la même sécurité, il est obligé d'établir des réserves.

**1.2.2. La libéralisation financière entraîne un accroissement de la concurrence** entre les banques, ce qui les empêche d'augmenter leurs taux débiteurs pour augmenter leur marge et leur profit.

En fait, devant une concurrence accrue, les banques n'arrivent pas à élever leurs taux débiteurs. Elles sont obligées de relâcher leurs critères de sélection des emprunteurs, en accordant des prêts à des emprunteurs qu'elles ne connaissent pas bien. L'actif dans leur portefeuille se dégrade. Les banques sont alors incitées à augmenter la prise de risque. L'augmentation des prises de risque résulte de la recherche d'un effet de volume pour compenser la baisse de leurs marges, ce qui accroît le ratio de l'endettement. Ce scénario s'est répété dans la crise des Caisses d'épargne américaines au début des années 80. Leurs actifs étaient composés de prêts bloqués à taux fixe et à long terme. Devant une concurrence accrue et afin d'attirer les dépôts, elles ont dû accroître le coût de leurs ressources et leurs marges en ont été diminuées d'autant.

On peut voir que l'accroissement de la concurrence après la libéralisation financière peut conduire à une diminution du profit des banques, ce qui les conduit à prendre le risque pour compenser la baisse de leurs marges.

### **1.2.3. Le problème d'asymétrie d'information**

Selon Anne Joseph (2000), le problème d'asymétrie d'information est liée :

- Au projet lui-même (technique utilisée non fiable) ou aux caractéristiques de l'entreprise (surendettement). De ce point de vue, les emprunteurs ont, en général, plus d'informations que les banques.
- Au fait que l'emprunteur s'abstient de fournir tous les efforts suffisants, ce qui pourrait faire échouer son projet (alea moral ex-ante).
- A la malhonnêteté de l'emprunteur s'il refuse d'honorer sa dette alors qu'il a les moyens de le faire (alea moral ex-post).
- A la dégradation de l'environnement économique ou à la réalisation d'un risque extérieur imprévisible et dans ce cas les banques et les emprunteurs n'arrivent pas à l'évaluer correctement.

Les travaux de McKinnon et Shaw (1973) supposent que le marché des capitaux est un marché parfait et que les informations sur les marchés sont partagées entre les banques et les entreprises. Par conséquent, le rationnement du crédit ne disparaît que lorsque l'Etat

n'intervient plus dans le mécanisme d'allocation des fonds prêtables. Stiglitz et Weiss (1981) indiquent que « le marché du crédit peut-être caractérisé à l'équilibre par un rationnement du crédit ». Stiglitz (1994) indique que la répression financière peut améliorer l'efficacité d'allocation du capital par plusieurs moyens :

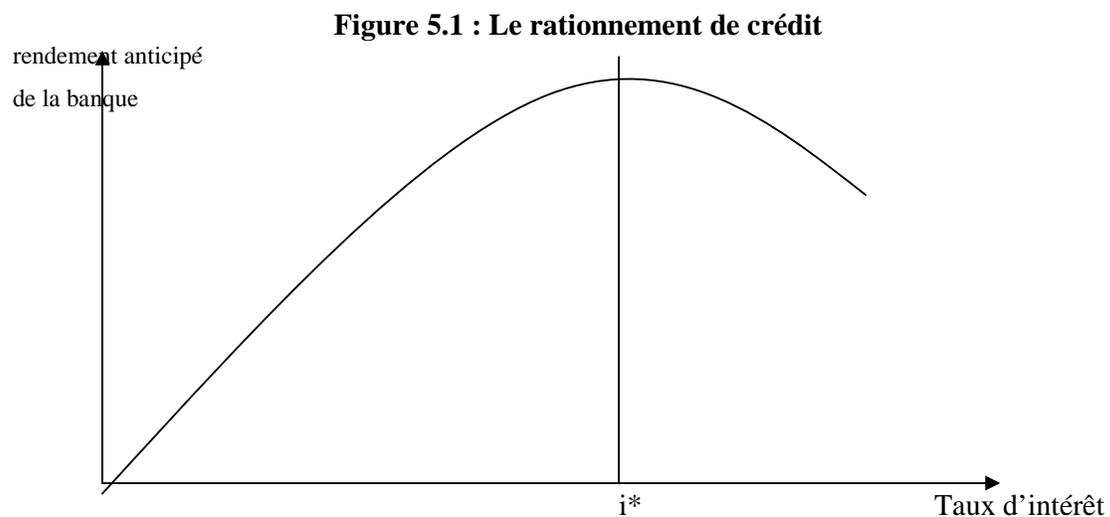
- 1) La baisse des taux d'intérêt améliore la qualité moyenne des prêts globaux.
- 2) La répression financière augmente la capacité de la firme car elle diminue le coût du capital.
- 3) L'orientation des crédits peut encourager les intermédiaires à prêter aux secteurs qui se caractérisent par des excédents de haute technologie (high technological spillovers).

Mais Fry (1997) critique Stiglitz en confirmant que l'existence de l'asymétrie d'information et le rôle du gouvernement intervenant comme régulateur et superviseur peuvent être acceptés sans qu'il soit besoin de souscrire aux idées de Stiglitz sur la répression financière. L'argumentation de Fry est la suivante:

- 1) La baisse des taux d'intérêt n'augmente pas obligatoirement l'efficacité moyenne de l'investissement parce qu'un faible taux d'intérêt peut encourager les entreprises peu performantes à solliciter des fonds pour de mauvais projets.
- 2) Il y a une probabilité que la répression financière ne diminue pas le coût marginal du capital si les forces des emprunteurs rationaux se retrouvent dans le marché informel.
- 3) L'orientation des crédits augmente la fragilité du système financier parce qu'ils obligent les institutions financières à prendre beaucoup de risques sans contrepartie (compensating return).
- 4) L'utilisation de la performance précédente comme un critère pour allouer le capital risque de créer une discrimination envers les nouveaux entrants et d'encourager l'existence de forces monopolistiques.

En fait, le taux d'intérêt reflète le risque moyen du portefeuille de prêts de la banque et ce risque augmente si le taux d'intérêt réel débiteur s'accroît. Le taux d'intérêt qu'une firme est prête à payer est un indicateur de sa situation. Si elle accepte d'emprunter à un taux d'intérêt élevé, elle est considérée comme présentant davantage de risques. Plus le taux d'intérêt s'accroît, plus le risque moyen des emprunteurs augmente. Ils sont obligés de prendre des projets plus risqués pour un rendement plus élevé. La banque, qui n'est pas capable de distinguer entre les mauvais et les bons emprunteurs, peut mettre en place des contrats de prêt incitatifs afin de conduire les emprunteurs à prendre les projets les moins risqués dans son

intérêt et dans l'objectif de baisser le risque total [Stiglitz et Weiss (1990)]. L'utilisation des garanties dans les contrats de prêts permet de faire face aux asymétries d'information. Stiglitz (1994) confirme que sous les conditions d'information imparfaite, quelques formes de répression financière (rationnement de crédit) peuvent contribuer à réduire les problèmes de sélection adverse et de hasard moral. Pour résoudre le problème d'asymétrie de l'information, on utilise un rationnement de crédit : la banque n'accorde pas de crédits à certains demandeurs même s'ils sont prêts à payer un taux d'intérêt plus élevé que le taux d'intérêt réel prêteur optimal pour la banque ( $i^*$ ). La banque ne prête pas à un taux supérieur à ( $i^*$ ) parce qu'au-delà de ce taux, son rendement anticipé est inférieur à un rendement d'un prêt au taux ( $i^*$ ) [Figure 5.1]. L'espérance de son profit s'accroît avec l'augmentation du taux d'intérêt jusqu'au ( $i^*$ ). A ce taux, la demande de fonds est plus grande que l'offre, ce qui incite les entreprises à financer leur investissement par des ressources internes.



Source: Stiglitz J.E & Weiss A "Banks as social accountants and screening devices for the allocation of credit", *Greek Economic Review*, 12, Supplement, 12, 1990.

Le rationnement de crédit est justifié dans les cas d'asymétrie de l'information, ce qui a conduit McKinnon à justifier la répression financière dans un contexte de risque moral.

Cho (1987) montre que « la conséquence de ce résultat est que des régimes de taux d'intérêt libres ne suffisent pas à eux seuls, à permettre l'allocation totale efficiente du capital lorsqu'il existe une information imparfaite ». La libéralisation financière qui exige l'augmentation des taux d'intérêt jusqu'à son niveau d'équilibre walrasien ne conduit pas à une situation optimale pour les intermédiaires financiers.

Mais il faut souligner que dans les PVD l'intervention publique par la répression financière génère beaucoup plus d'imperfections de marché que celles de l'asymétrie d'information [Jaramillo, Weiss, Schiantarelli (1996)].

La libéralisation financière ne permet pas d'éliminer automatiquement les imperfections du marché car l'accès aux crédits bancaires dans le système de la répression financière avant l'application de la nouvelle politique était étroit et les banques ne connaissaient pas leurs nouveaux clients suite à la libéralisation financière. C'est seulement sur le long terme que les banques peuvent établir une connaissance plus approfondie des risques liés à leurs clients [Stiglitz (1989)].

Les asymétries d'information génèrent des phénomènes de « sélection adverse » et de hasard moral et peuvent donc être à l'origine d'une inefficience allocative (source de défaillance des marchés). La libéralisation rapide du secteur financier n'est alors pas souhaitable.

#### **1.2.4. La rapidité de la libéralisation financière engendre d'autres risques**

D'après l'analyse des crises financières qui ont frappé les pays asiatiques ces dernières années, Sandretto (2000) affirme que « la libéralisation financière dans sa triple dimension (de change, de mouvement de capitaux, ainsi que des systèmes monétaires et financiers nationaux) a conduit à une intégration financière accrue à l'échelle de la planète et à l'émergence d'un nouveau système monétaire et financier dominé par la finance privée ».

La suppression des contrôles sur les mouvements de capitaux permet des entrées massives de capitaux privés. Comme on l'a vu dans les pays émergents asiatiques, ces entrées ont atteint 235 milliards de dollars en 1996<sup>2</sup>. Ces flux sont devenus une source de financement du déficit de la balance des paiements. Après le déclenchement de la crise asiatique en 1997, ces capitaux ont chuté brutalement pour atteindre 60 milliards de \$ en 1998. Le retournement des

---

<sup>2</sup> Banque Asiatique de Développement, Centre de Développement de l'OCDE « La libéralisation en Asie », pp147, 1999.

flux de capitaux représente en moyenne plus du 10% de PIB des 5 pays asiatiques les plus touchés.

Si ces entrées rapides de capitaux ne s'accompagnent pas de mesures de renforcement des banques, la libéralisation financière risque d'exacerber les faiblesses du système financier qui à son tour va aggraver la volatilité des prix, la spéculation sur le taux de change et les sorties massives des capitaux. A ce stade, si le taux de change de la devise nationale se déprécie, il peut engendrer une crise de change qui déclenche une crise bancaire. En fait, les banques, qui récoltent ces ressources en devises étrangères à court terme et les placent à long terme en devise locale, seront obligées de les liquider si les données économiques se dégradent. Cependant, les agents vendent de manière soudaine et massive sur le marché la monnaie locale qui ne leur inspire plus confiance. Cette dévaluation de la monnaie va dégrader le portefeuille des banques et va rendre le remboursement des emprunts internationaux plus difficile. Weller (1999) signale que: « Appreciation following financial liberalization may provide an incentive to take out foreign currency loans, thus raising the chance of default in the case of devaluation »<sup>3</sup>.

Dans le cas où il y a un retrait massif des dépôts à vue, les banques doivent amortir leurs actifs à long terme, ce qui à son tour aggrave le problème de liquidité du système bancaire, même si les banques sont solvables. La situation devient plus cruciale lorsque les banques financent des projets non productifs et non rentables, situation qui affecte leurs rentabilités. Alors les cours de leurs titres baissent, ce qui les rend insolubles.

---

<sup>3</sup> « L'appréciation, à la suite de la libéralisation financière, peut être une incitation à contracter des emprunts étrangers en devises, ce qui peut augmenter le risque de défaillance en cas de dévaluation. »

### **1.3. Une libéralisation financière réussie**

On a vu que la politique de libéralisation financière peut engendrer beaucoup de problèmes au sein de l'économie. Pour une bonne réussite de cette politique, il faut anticiper des solutions pour résoudre les problèmes liés à l'application d'une telle politique :

- 1.3.1.** L'augmentation des taux d'intérêt, servis sur les dépôts, sert à rendre plus efficace la collecte de ressources, mais elle diminue la marge d'intérêt et en même temps la concurrence s'accroît avec la libéralisation financière, ce qui ne permet pas d'augmenter le taux d'intérêt débiteur des banques. Les banques, au lieu de chercher à compenser la baisse de leurs marges par un effet de volume de crédit avec tous les risques à la clé, peuvent compenser une partie de cette baisse par l'augmentation des prix de leurs services (frais de courtage, commissions de toutes sortes et gains de trading). Ces derniers constituent une part de plus en plus importante du produit net bancaire [Flannery (1989)]. Il estime ainsi que 45% du coût de l'augmentation des taux d'intérêt explicites pourraient être compensés par une diminution des taux implicites (par diminution du nombre de ces services ou par facturation aux clients).
- 1.3.2.** Pour résoudre le problème d'asymétrie de l'information et afin d'assurer une stabilité dans le secteur financier, il faut diffuser des informations de bonne qualité pour éviter le comportement mimétique des agents financiers, souvent à l'origine d'instabilité. Mais avant tout et comme l'a souligné Mario Draghi (1999), «La libéralisation financière doit intervenir à un rythme soigneusement étudié dans le cadre d'une structure de change et macro-économique cohérente et elle doit être associée à des réformes structurelles du secteur financier national, notamment bancaire». Donc, il est nécessaire de renforcer la structure des institutions financières afin de prévenir toute crise bancaire liée à des problèmes de sélection adverse et d'aleas de moralité.
- 1.3.3.** Pour éviter la crise monétaire engendrée par la sortie rapide des capitaux, qui aggrave les problèmes de solvabilité des banques et déclenche la crise bancaire, il est tout à fait essentiel de contrôler les flux internationaux massifs de capitaux à court terme. L'application correcte et généralisée de la taxe de Tobin a pour but

d'empêcher une appréciation du taux de change en situation de solidité de la balance de paiement. Elle vise à prévenir l'impact sur l'économie intérieure d'entrées massives de capitaux à court terme liés à des objectifs spéculatifs. D'après l'étude élaborée par Dickie et Bond (1999) sur la mobilité des capitaux dans la zone APEC (Coopération Economique de la zone Asie-Pacifique), les deux auteurs arrivent à la conclusion que la convertibilité du compte de capital doit être la dernière étape dans l'ordre chronologique optimal du processus de la libéralisation financière. Mullineux (1997) a indiqué qu'il ne faut pas libéraliser le système financier avant de mettre en place des réglementations visant à améliorer la «Bank financial regulation supervision». Pourtant, la plupart des pays libéralisent leur système financier auparavant.

Il faut encourager le financement à long terme pour éviter le retournement massif des capitaux dûs au retournement de la confiance des investisseurs internationaux. Benoît Cœuré (1999) a résumé les avantages d'un système de financement à long terme :

«Quelle que soit la nature des financements [crédit (système de financement bancaire) ou obligations et actions (système de financement par le marché)], ces financements à long terme seraient plus stables et protégeraient les emprunteurs des mouvements grégaires de révision des anticipations. Ils donneraient ainsi plus de temps aux analystes de marché, aux agences de notation pour évaluer sereinement les paramètres fondamentaux des entreprises et des pays». Si on se met d'accord sur l'importance du financement à long terme pour assurer une stabilité du système financier national, spécialement dans le financement des PVD, il nous faut choisir le système le plus sûr pour réaliser les objectifs de cette politique financière. Ce système doit assurer les 5 conditions suivantes :

- 1) Diminution de tous les risques.
- 2) Efficacité d'allocation des ressources vers les projets productifs par une bonne évaluation des activités économiques.
- 3) Stabilité des prix.
- 4) Contrôle efficace des entreprises.
- 5) Diffusion des informations.

La question qui se pose et qui concerne les PVD dont la Jordanie, l’Egypte et le Liban est la suivante : est-ce qu’on doit commencer par le financement bancaire ou par le financement des marchés pour améliorer la performance économique ?

**1.3.4.** La libéralisation financière doit être accompagnée par une politique de réduction du déficit budgétaire, la baisse de la dette publique et la mise en place d’un système fiscal assez efficace pour compenser les pertes de ressources gouvernementales à court terme, à la suite de la libéralisation financière. Fry (1997) a conclu, après avoir effectué une étude empirique sur 16 pays dont l’Egypte, que si le gouvernement ne diminue pas les dépenses publiques ou si les impôts traditionnels ne sont pas augmentés par une source alternative, la libéralisation financière peut alors conduire à une dette gouvernementale explosive et à une instabilité économique qui dégrade le taux de croissance. L’étude de Giovannini et de De Melo (1993) sur un certain nombre de PVD montre que la répression financière représente une source importante de leurs ressources gouvernementales, de l’ordre de 2% de PIB en moyenne.

Pour réussir une telle politique, il faut lutter contre un déficit public excessif et une dette publique lourde pour éviter l’irruption d’un ou plusieurs scénarios catastrophiques [Landais (1998)] :

- 1) Le risque d’insolvabilité qui risque d’être confondu avec la solvabilité de l’Etat.
- 2) Les débordements internationaux sur les taux de change, en contradiction avec les objectifs de coordination ou de simple bonne entente entre pays différents.
- 3) Le risque d’une monétisation de la dette, d’une politique monétaire laxiste aboutissant à une forte inflation.

Venet (2000) a affirmé que la libéralisation financière n’est pas seulement conditionnée par l’existence d’un système fiscal efficace, d’un contrôle adéquat des banques, et d’un environnement économique stable, elle l’est aussi par le niveau initial du déficit public.

Il faut réformer le système fiscal en le renforçant, mais il faut souligner que la mobilité croissante des capitaux a rendu plus difficile et plus risquée la gestion des régimes de changes fixes, limitant ainsi l’attrait traditionnel de l’indication des monnaies comme moyen efficace de réduire l’inflation et de mettre en place des politiques budgétaires et

fiscales transparentes [Draghi (1999)]. En fait, dans un régime de changes fixes, suite à la libéralisation financière où il y aura des entrées massives de capitaux, l'offre de la monnaie s'accroît, ce qui augmente l'inflation et diminue le niveau des taux d'intérêt réels. L'Etat sera obligé d'augmenter le taux d'intérêt nominal.

Mathieson (1979) affirme que la politique de libéralisation financière doit être accompagnée d'une dévaluation de la monnaie nationale pour réduire les entrées des capitaux avec 3 objectifs :

- 1) Eviter l'augmentation non désirée des taux d'intérêt.
- 2) Réduire l'offre de monnaie et l'inflation.
- 3) Réduire la capacité des banques et des agents économiques à emprunter de l'extérieur, pour éviter une dégradation des portefeuilles des banques dans le cas d'une dévaluation soudaine de la devise locale, ce qui rendrait plus difficile le remboursement de leurs dettes.

On peut conclure qu'il y a 6 conditions préliminaires pour une libéralisation financière réussie :

- 1- Un degré rationnel de stabilité des prix.
- 2- Un système fiscal qui n'impose pas des taux implicites ou explicites discriminatoires sur les intermédiaires financiers. Un système efficace pour compenser les pertes de ressources de l'Etat à la suite de la libéralisation financière dans l'objectif de maîtriser le déficit budgétaire et de baisser la dette publique.
- 3- Un degré de compétition élevé entre les unités différentes du système financier.
- 4- Une libéralisation initiale du secteur réel, puis du secteur financier avant de terminer par celle du marché de change.
- 5- Un renforcement du système financier par la mise en place d'un système de financement à long terme.
- 6- Des mesures adéquates de régulation prudentielle, une supervision des intermédiaires financiers et une mise en place d'un système financier sain et adapté.

Dans la section suivante, nous allons expliquer l'importance d'un système financier adapté, en analysant l'expérience sud-coréenne.

#### **1.4. L'expérience sud coréenne de la libéralisation financière**

La libéralisation financière devrait consister en une répartition progressive des ressources selon les forces du marché. La libéralisation financière vise à renforcer la compétitivité du système financier. En effet, l'expérience de la libéralisation financière dans la plupart des pays de l'Asie de l'Est a montré les effets négatifs de cette politique sans un système financier capable de résoudre les problèmes des agents économiques. Par conséquent, une crise à trois dimensions s'est déclenchée : crise financière, crise de change et crise économique. Alors, l'existence de capacités institutionnelles adaptées est un préalable à la libéralisation financière et à l'ouverture de l'économie aux vastes mouvements de capitaux internationaux. Les institutions adaptées signifient qu'il faut savoir quel type de système financier doit être installé et renforcé, système financier basé sur les banques ou système financier basé sur les marchés financiers. L'importance de ce système mieux adapté vient de sa capacité à confronter les avantages de l'ouverture du marché aux capitaux étrangers (augmentation des liquidités et des investissements et accès aux nouvelles technologies) et de sa capacité à mettre en place des mesures pour faire face aux risques encourus afin de limiter leurs effets négatifs [Douglas & Oh (1999)].

Pour mieux comprendre, nous allons aborder par l'analyse l'expérience de la Corée du Sud qui est considérée comme la plus réussie de tous les pays voisins. Il faut tout d'abord revenir en arrière, avant 1979, date de libéralisation financière sud coréenne, pour mieux comprendre le système financier coréen.

##### **1.4.1. Avant la libéralisation financière**

- En 1965, le gouvernement coréen a adopté un modèle de croissance guidé par l'Etat (Korean state-led growth model) qui avait l'objectif de financer le secteur industriel à des fins d'exportation.

- Les banques commerciales étaient nationalisées. Le gouvernement était majoritaire dans le capital des plus grandes banques publiques. Le système financier basé sur les banques était dominé par l'Etat.

- L'Etat a augmenté les taux d'intérêt en 1965, pour faciliter l'accroissement de l'épargne domestique au sein du secteur bancaire contrôlé afin de maximiser l'accumulation du capital.

Ces ressources importantes ont aidé le gouvernement à financer les projets dans son intérêt propre. En effet, la forte inflation dans les années 70 et les taux d'intérêt nominaux peu élevés ont rendu négatifs les taux d'intérêt réels sur les dépôts et les crédits bancaires, ce qui a aidé le gouvernement à accorder des crédits peu chers aux firmes privilégiées [Crotty & Lee (2002)]. Cho & Kim (1997) indiquent que l'engagement gouvernemental montre que les risques associés à l'investissement étaient partagés, ce qui aidait les banques commerciales à s'engager davantage dans le financement à long terme plutôt que dans les activités à court terme.

- Le gouvernement a encouragé les grands conglomérats qui s'appellent «chaebol» à dominer l'exportation et le marché domestique. La croissance rapide de ces chaebols a exigé un levier (leverage) financier très élevé pour qu'elles puissent accumuler le capital à un taux plus rapide que ce que les fonds internes leur permettaient. Les chaebols étaient financièrement fragiles, mais la présence de l'Etat les aidait à obtenir le crédit nécessaire et en contrepartie le gouvernement contrôlait leurs activités [Crotty & Lee (2002)]. Mais il faut rappeler que, à tout moment, le gouvernement était prêt à leur retirer son soutien et sa protection si les objectifs de sa politique industrielle n'étaient pas respectés (productivité et exportation), en obligeant les firmes en échec à fusionner ou à se déclarer en faillite.

- Parallèlement, le gouvernement était favorable à l'établissement de plusieurs institutions financières non bancaires IFNB (ou Non bank financial institutions) pour collecter les ressources du secteur informel afin de les transférer au secteur financier formel (les banques). En fait, le secteur financier informel représentait près de 30% en moyenne du crédit total distribué au cours des années 70 [Cole & Park (1983)].

Bien que ce modèle sud coréen ait réussi à faire passer le ratio de l'investissement par rapport au PIB de moins 10% en 1960 à plus de 30% en moyenne dans les années 70 et 80, les investissements sont désormais majoritairement financés par des emprunts à l'extérieur. En effet, les grandes chaebols sont devenues très puissantes économiquement et échappent en partie à la domination de l'Etat. Les banques ont accordé des crédits à de vastes conglomérats qui dominant souvent tant le secteur industriel que le secteur financier puisqu'elles détiennent également des participations importantes dans le capital des institutions financières [Yoshitomi (1999)].

Ces chaebols étaient même capables d'obtenir le crédit nécessaire directement auprès des institutions financières non bancaires, dont plusieurs ont été créées par les chaebols elles-

mêmes, sans être obligées de passer par les banques publiques. Parallèlement, elles obtenaient facilement le crédit nécessaire à l'extérieur dans le cas où les banques publiques refusaient de les financer. L'augmentation des taux d'intérêt à l'extérieur après 1973 a alourdi le service de la dette de ces chaebols et les a mises en difficulté [Venet (1996)]. Par ailleurs, les institutions financières internationales et les banques multinationales ont obligé le gouvernement à libérer sa politique financière. L'orientation du crédit vers un secteur précis (les industries à fins exportatrices) avait un effet négatif sur le bilan des banques coréennes parce que leurs actifs n'étaient pas diversifiés. A cause des problèmes du secteur productif, les banques ont accumulé des créances douteuses qui ont réduit leur rentabilité ( Cho & Khatkhate (1989)).

### 1.4.2. La libéralisation financière

- La Corée du sud a commencé en 1979 à libérer graduellement les taux d'intérêt sur les dépôts et les crédits bancaires comme nous le montre le tableau ci-dessous:

Année

1979	* La fixation des taux d'intérêt prêteurs bancaires à 10%. * L'annulation des taux d'intérêt préférentiels sur les crédits. * L'augmentation par la Banque centrale des taux d'intérêt nominaux pour rendre les taux d'intérêt réels positifs.
1984	L'autorisation d'une marge de fluctuation de 1,5% (de 10% à 11,5%).
1988	La mise en place par le gouvernement d'un processus de libéralisation globale des taux d'intérêt en 4 étapes achevé en 1997 quand les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs ont été libérés. [Douglas B & Oh S (1999)]

- l'allégement des réserves obligatoires : ce taux a effectivement diminué de 27% en moyenne dans les années 70, pour n'être plus que de 10% en 1988 [Venet (1996)].

- En 1982, le taux de financement des exportations imposé par la Banque centrale a été annulé.

- En 1983, le gouvernement a terminé la privatisation des grandes banques publiques qu'il avait commencée en 1981, ce qui a permis la baisse des barrières à l'entrée dont les IFNB étaient les grandes bénéficiaires. Si on considère que plusieurs IFNB étaient la propriété des

chaebols, on voit bien que ces chaebols en étaient les vraies bénéficiaires, conglomérats échappent définitivement au contrôle de l'Etat et deviennent une force non négligeable, notamment sur la scène politique. Les chaebols forcent le gouvernement à se tourner vers le système de marché pour diviser et diminuer le poids de ces entreprises.

- En même temps, les banques étrangères sont autorisées à s'installer en Corée et à prêter aux chaebols. Ces banques ont prêté même en l'absence de garantie du gouvernement.

- Au début des années 90, le contrôle explicite de la banque centrale sur la gestion des établissements bancaires s'est assoupli dans le but de mettre en place des règles prudentielles mais la stricte application de ces règles a été reportée. [Douglas B & Oh S (1999) et Venet (1996)].

#### **1.4.3. Les conséquences de la libéralisation financière**

- La libéralisation financière a bien développé l'approfondissement financier et a eu un impact positif sur le taux d'épargne qui a augmenté les taux de croissance économique dans les années 80. Toutefois Park (1993) confirme que la forte hausse du taux d'épargne est imputable à la stabilité de l'inflation et à une forte croissance économique.

- Au milieu des années 90, les trois pôles cruciaux du modèle traditionnel coréen ont été démantelés : la régulation financière, les contrôles stricts du capital et le contrôle de l'investissement des chaebols. L'opération s'est achevée en 1995 [Crotty & Lee (2001)].

- L'excès de l'investissement : La libéralisation financière a entraîné un investissement excessif du capital qui, par conséquent, a engendré une dette excessive à court terme dans la plupart des chaebols. La part de prêts à court terme des 30 premières chaebols représentait 63,6% en 1996. Leurs dettes totales extérieures (étrangères) sont passées de 43,9 milliards \$ en 1994 à 120,8 milliards \$ en 1997 et la plupart sont à court terme [Lee C.H, Lee K et Lee K.K (2002)].

- En 1997, quand les données économiques se sont dégradées, plusieurs chaebols ont fait faillite. Les actifs des banques se sont détériorés car ils constituaient en majorité des prêts destinés aux chaebols. De plus, les portefeuilles des banques se détérioraient davantage à

cause de la dépréciation du won, parce qu'une partie importante des créances bancaires étaient en devise étrangère et à court terme. Bien que le gouvernement ait injecté plusieurs milliards de wons dans le secteur bancaire, ce qui a augmenté leur profit en 1998, les banques n'ont cessé d'accumuler les mauvais prêts (Non performing loans). Ces prêts ont diminué : ils sont passés de 118 trillions de wons en 1998 à 51,3 trillions de wons à la fin 1999, ils montent rapidement à 76,3 trillions de wons en déclenchant un effondrement du crédit (credit crunch) [Crotty & Lee (2001)] et [Crotty & Lee (2002)]. Le tableau 3.1 montre l'évolution des dettes non performantes.

**Tableau 3.1 : La part de mauvais prêts (MP) / le crédit total au Corée du Sud, en %**

Année	96	97	98	99	sep 2000	fin 2000
La part de MP	5,2	6,7	10,5	8,7	12,3	10,4

Source : Crotty & Lee (2001)

- Il faut rappeler que la concurrence accrue au sein du système financier libéralisé avait fait baisser la marge des banques, c'est-à-dire avait entraîné une baisse de la rentabilité des banques [Cho & Khatkhate (1989)].

- L'économie coréenne se caractérisait par un système financier basé sur le secteur bancaire avant et après l'application de la libéralisation financière. Après la crise asiatique de 1997, la croissance économique s'est ralentie. En 2001, le taux de croissance réel du PIB était de 3% seulement, ce qui était le taux le plus bas enregistré pendant 4 décennies (celui de 1998 exclu). Alors que l'économie stagne dans la récession, le won s'effondre avec un large déficit budgétaire et le gouvernement intervient en injectant une grande quantité de fonds publics dans le système financier pour éviter son effondrement. Des règles prudentielles strictes sont imposées directement au cœur de la crise. Par l'injection de fonds publics, le gouvernement contrôle la plupart de grandes banques et par conséquent, les plus grandes chaebols. Le gouvernement coréen a obligé les plus grandes chaebols endettées à réduire leur levier financier dans un délai de 2 ans. A cet égard, le ratio de l'endettement a été effectivement diminué mais par l'augmentation de titres de propriété (equity) et non par la baisse de la dette (c'est-à-dire par la vente d'actifs réels ou l'émission de nouvelles actions). Le problème, c'était que les seuls acheteurs probables étaient les firmes et les banques étrangères (voir le tableau 4.1). En dépit de ces contraintes, la dette du secteur non financier en 2001 était de 23% plus élevée qu'en 1996. En ce qui concerne les banques et les IFNB, leurs créances

douteuses augmentaient et l'effondrement du cours de leurs actions était inévitable. Elles n'avaient que le choix de refuser le renouvellement de prêts et d'arrêter de prêter [Lee C.H, Lee K et Lee K.K (2002) et (Crotty & Lee (2002)].

**Tableau 4.1 : La croissance de la participation étrangère dans la bourse coréenne (sa part dans la capitalisation, en %)**

Année	1992	93	94	95	96	97	98	99	2000	2001/ 10
La part	2,7	7,6	8,0	10,0	10,5	12,3	16,4	21,9	30,1	35,1

Source : Crotty & Lee (2001)

- Cette crise permet aux néolibéraux d'imposer leur programme de restructuration financière. Ce programme a 3 pôles :

- 1) Allouer des ressources financières par les marchés du capital privé (dépendance maximale envers les marchés).
- 2) Ouvrir complètement les marchés aux investisseurs étrangers.
- 3) Aider les chaebols à réduire leur dette.

A cette fin, la libéralisation totale du compte du capital a été achevée. Le reste des restrictions sur les mouvements de capitaux a été aboli. Dickie & Bond (1999) ont confirmé que la levée des restrictions sur la participation des intérêts étrangers aux marchés locaux (actions et obligations) contribue à encourager le développement de ces marchés en les approfondissant et en les consolidant. De plus, l'acquisition de titres de la dette à long terme viendra se substituer aux flux de capitaux à court terme.

Les capitaux à long terme devraient être prioritaires sur ceux à court terme dans le financement des projets qui exigent le développement des marchés de capitaux. Cette ouverture des marchés de capitaux se traduit normalement par une augmentation des entrées de capitaux étrangers [Coeuré B (1999)].

Le tableau 5.1 montre que la capitalisation boursière par rapport au PIB était plus modeste que dans les autres pays asiatiques de l'Est, ce qui reflétait l'impuissance de la Bourse à mobiliser les capitaux.

**Tableau 5.1 : La capitalisation boursière en % de PIB dans 7 pays asiatiques**

Pays	1996
Corée de Sud	30,1%
Hong-Kong	290,8%
Indonésie	41,0%
Thaïlande	54,8%
Singapour	158,5%
Philippines	96,8%
Malaisie	314%

Source: Statistical Data base system (SDBS), Asian bank of development.

Le gouvernement visait à stimuler le développement des marchés de capitaux, particulièrement le développement de la Bourse. Arestis & Demetriades (1997) montrent que l'augmentation de l'activité boursière mesurée par le ratio de la valeur des actions échangées par rapport au PIB peut améliorer la capacité à mobiliser le capital et à diversifier les risques.

#### **1.4.4. Les résultats de ce programme néolibéral de restructuration**

Il faut mentionner que la somme totale de fonds publics injectés dans le processus de restructuration financière néolibérale en septembre 2001 représente 29% du PIB de l'an 2000. Les fonds publics dépensés dans la restructuration financière pendant 3 ans (1998-2000) s'élevaient à 140 milliards de won. Le coût de cette restructuration est tellement élevé qu'on ne peut imaginer que des résultats positifs :

1- Une augmentation dramatique des flux de capitaux. Le montant total de l'Investissement Direct Etranger (IDE) pour les années 1998-99 et 2000 était de 40 milliards \$, ce qui représente 60% de l'IDE entre 1962 et 1997. L'IDE, qui représente moins de 1% dans l'investissement fixe au milieu des années 90, a augmenté en flèche pour monter à 9% en 1998 et atteindre 13% en 2000 [Crotty & Lee (2001)].

2- Une hausse rapide de l'investissement en portefeuille qui passe de quelques milliards \$ au milieu des années 1990 à 12 milliards \$ en 2000. L'activité de la Bourse coréenne a explosé, la Bourse est devenue un « hyper casino » avec le ratio de turnover le plus élevé du monde (347% en 1999). [Source : *The Economist*, June 24, 2000, p 120].

3- L'augmentation de la part des étrangers dans la possession d'actions au sein de la Bourse (seulement 12% seulement en 1997, mais 36% en 2001). De plus, les étrangers possèdent plus de 50 % des actions des plus grandes firmes, comme Samsung Electronics, Hyundai Motors etc. Par ailleurs, ils contrôlent plus de la moitié des banques commerciales nationales et une partie importante des IFNB [Crotty & Lee (2002)].

4- L'allocation de ressources :

Les banques étrangères ont orienté les crédits vers le financement des ménages (la consommation). La dette des ménages a augmenté de presque 50% dans la période (1999-2001). Tandis que la dette qui finance les dépenses de consommation a aidé à stimuler le taux de croissance du PIB au début 2001, elle a également augmenté considérablement la fragilité financière du ménage coréen. Cette tendance pose un problème, insoluble pour le moment. Si le financement s'oriente vers les ménages, comment l'industrie coréenne et l'innovation technologique vont-elles être financées, alors qu'elles sont au cœur du modèle de croissance coréen ( Korean state-led growth model) financé par le système financier bancaire guidé par l'Etat ( State-led bank-based financial system) ? Il faut rappeler que le programme de restructuration financière néolibérale avait pour objectif une dépendance maximale envers le marché financier, c'est-à-dire un système financier basé sur les marchés de capitaux (Financial market based system). Ce système n'a pas permis un redressement économique soutenu.

Il est intéressant de poser cette question : quels auraient été les résultats si le modèle traditionnel coréen n'avait pas été remplacé par le modèle néolibéral mais par un programme de réforme stricte et radicale au sein du même modèle financier (bank-based financial system model), compatible avec les nouvelles règles ainsi que les conditions économiques et financières ?

L'économie réelle de chaque pays doit être dotée d'un système financier dont la structure (sa taille) et le développement sont adaptés au niveau de développement économique (aux besoins des agents économiques).

C'est dans ce contexte qu'est survenue en 1979 la libéralisation financière en Corée. Elle résultait du développement économique reflété par des taux élevés de croissance économique antérieurs à la libéralisation financière. Il en allait autrement dans les trois pays de référence : Jordanie, Egypte et Liban, où la libéralisation financière avait été appliquée dans le cadre des

PAS pour réparer les distorsions économiques et stimuler la croissance en tenant compte de la structure du système financier dans l'objectif de le développer afin d'agir positivement sur le processus de production.

## **Section 2. Les réformes financières au sein des 3 pays étudiés**

Nos trois pays ont appliqué à partir des années 1990 des réformes financières qui se concentrent autour de la déréglementation, la libéralisation des taux d'intérêt, la privatisation des banques et des institutions financières, l'accroissement de la concurrence et l'ouverture graduelle du système financier aux investisseurs étrangers.

Le système bancaire et financier égyptien a bénéficié de la déréglementation et des privatisations au cours de ces dernières années. Il continue sa mutation depuis 1991, date où le processus de libéralisation financière a été engagé dans le PAS. En fait, la réforme du secteur bancaire commença au milieu des années 70 comme une partie de la politique de porte ouverte adoptée par le gouvernement égyptien. Les banques étrangères ont alors été autorisées à y exercer leurs activités. Plus tard, au début des années 1990, le secteur bancaire a été complètement libéré.

La Jordanie qui a subi plusieurs distorsions au sein de son économie à la fin des années 80 - comme nous le montre le tableau 6.1 - avait besoin d'appliquer des réformes dont les réformes financières primordiales pour la stabilité monétaire et la stimulation de la croissance. La politique monétaire adoptée à partir de 1990 avait pour objectif de :

- 1- Contrôler l'inflation.
- 2- Libérer les taux d'intérêt.
- 3- Annuler la politique d'intervention directe dans la sphère monétaire et mettre en place l'administration indirecte à partir de 1990 ; car l'expérience a prouvé que l'intervention directe était moins efficace pour atteindre les objectifs de la politique monétaire à cause des distorsions qui affectent l'investissement et l'épargne.
- 4- Améliorer la supervision et la régulation bancaire.
- 5- Libéraliser les mouvements de capitaux (convertibilité complète). [Al-Smadi (2002)]

En effet, à partir de la fin des années 1980, la Jordanie a adopté une politique monétaire dans le cadre du PAS qui a, comme on a vu ci-dessus, l'objectif de conjuguer la stabilité monétaire -pour éviter une forte variation du taux de change- avec un taux d'inflation bas et acceptable. La visée du PAS était la transition vers l'économie de marché. Un des éléments les plus importants dans ce programme était la libéralisation du système financier en général et le secteur bancaire en particulier. On peut répartir les efforts de la réforme en deux vagues :

La 1<sup>ère</sup> vague de réformes (1990–1998) avait pour objectif de restructurer le secteur bancaire par le renforcement de ses capitaux et de ses établissements. A cet égard, les taux d'intérêt étaient libérés et les restrictions sur les banques allégées afin de renforcer leur rôle dans l'intermédiation financière. Si cette 1<sup>ère</sup> vague de réformes avait pour objectif de restructurer le secteur bancaire, la seconde (1999- 2001) avait pour but l'amélioration de l'efficacité de ce secteur et le renforcement de sa capacité à s'ouvrir plus largement aux marchés financiers internationaux (Source : Arab Banks Union, December 1999, p.72). Trois grands axes sont au cœur de la seconde vague de réformes :

- 1- La promulgation de la loi sur les banques en 2000, pour permettre aux banques d'offrir plusieurs services financiers non traditionnels et d'adopter le modèle de la banque universelle ;
- 2- La promulgation de la loi sur l'Etablissement d'Assurance des Dépôts 'EAD' en septembre 2000 ;
- 3- Le développement du système de paiement.

En ce qui concerne le Liban, qui en 1990 venait de sortir d'une guerre civile et qui s'est trouvé devant un grand besoin de fonds pour financer ses projets de reconstruction, sa politique de répression financière tout au long des années de guerre a empêché le processus de mobilisation efficace de l'épargne. Pour y parvenir, l'application de réformes financières et bancaires était nécessaire pour développer l'intermédiation financière. Le Liban possède historiquement un système financier libéral et ouvert, bien avancé dans le processus de réforme de son système financier comme ceux de l'Egypte et de la Jordanie.

Le tableau ci dessous nous montre la situation vers la fin des années 1980, à la veille de l'application de ces réformes dans le cadre de la politique de libéralisation financière :

**Tableau 6.1 : Les principaux indicateurs économiques dans les 3 pays, avant LF  
En 1989**

	Le taux de croissance, Prix courant)*	Le taux d'inflation	Le déficit budgétaire en % de PIB	La dette publique extérieure en % de PIB	Le taux d'intérêt sur les dépôts en termes réels
Egypte	-25,3%	21,4%	-18,4%	144,3%	-9,7%
Jordanie	-31,6%	25,6%	-14,7% **	190%	-18%
Liban	-18,4 %	48,1%	-32,3%	41%	-30,6%

\*\* 1988

Sources: Jordanie et Liban: International Financial Statistics, IMF, Year Book 2000.

Egypte: International Financial Statistics, IMF, Year Book 2000.

CBE, Annual Report 88/89.

\* United Nation, Statistical Year Book 1994, Forty- first issue.

Nous allons maintenant aborder les réformes menées au sein de ces pays. Les réformes financières peuvent être présentées de la manière suivante :

### **2.1. La libéralisation des taux d'intérêt**

- En Egypte les banques deviennent libres de déterminer leurs taux d'intérêt sur les dépôts et les crédits. En même temps, le rôle du marché interbancaire ne cesse de grandir.

- En Jordanie, la Banque centrale a laissé flotter les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs et d'autre part, elle a décidé d'utiliser exclusivement des instruments indirects, tels des certificats de dépôts, pour agir sur l'offre de monnaie. Par ce moyen indirect la BCJ maintient une différence entre les taux d'intérêt sur les dépôts en dinars et ceux des autres dépôts en devises pour encourager les agents à préférer détenir des dinars.

Le principal instrument d'investissement sur le marché libanais, ce sont les bons du Trésor qui sont considérés comme la référence pour tous les taux d'intérêt sur les autres instruments, à la hausse comme à la baisse. Avant l'application des réformes financières, les taux sur les bons du Trésor étaient déterminés par le Ministère des Finances, mais depuis 1993, ces taux ont été largement libéralisés, d'où l'introduction de la vente aux enchères des bons du Trésor, ce qui leur permet de refléter les forces de marché [Ayoub (2003)]. Il est à noter qu'après la

conférence de Paris 2 en Novembre 2002, et face à la suspension de l'émission de nouveaux bons du Trésor en LL, la BCL a émis des certificats de dépôts en livre pour absorber la liquidité excessive due au retour de la confiance dans la livre libanaise. Celle-ci s'est manifestée par le transfert de dépôts en devises sur les dépôts en livres. Le montant de ces CD est passé de 91 milliards LL en Novembre 2002 à 8747 milliards LL fin septembre 2003 (Source : Association des Banques du Liban, Rapport Annuel 2002/2003).

## **2.2. La suppression des restrictions sur les devises**

À la fin 1991, les restrictions sur la détention de devises étrangères ont été supprimées et en 1994 la loi n° 38 a démantelé toutes les restrictions qui étaient imposées aux mouvements de capitaux et de devises étrangères. (Source: Arab Banks Union, December 1999, pp. 61-71). En outre, la livre égyptienne est devenue une devise totalement convertible, sans aucune restriction.

Le fait que le dinar jordanien soit devenu une devise totalement convertible à partir de 1997, a créé la confiance et aidé les banques à faire entrer de nouveaux produits dans l'industrie bancaire. A titre d'exemple, il faut citer les prêts en devises étrangères afin de financer les secteurs en développement, en particulier celui de l'exportation et l'investissement dans les bons émis en devises étrangères à des fins non spéculatives [Al-Rifa'i (1997)]. En ce qui concerne le crédit, ajoutons l'élimination générale des restrictions quantitatives et la permission de prêter en devises étrangères [Al-Rifa'i (1997)]. En effet, la BCJ autorise le crédit en devises étrangères à la condition que le remboursement de la dette se fasse en devises étrangères. Par ailleurs, la BCJ a aboli la commission de 1/1000 imposée sur toutes les transactions en devises étrangères (Source : Arab Banks Union, September 2000, pp. 74-82).

Il faut souligner qu'à partir d'octobre 1995 la BCJ a fixé le taux de change du dinar contre le dollar à 1,41 \$. L'importance d'une telle procédure est d'éliminer le risque pesant sur le taux de change. Cette élimination du risque contribue à attirer les capitaux de l'étranger [Al-Rifa'i (1997)]. Les banques ont toute liberté de déterminer le taux de change par rapport aux autres devises, sauf le dollar avec lequel le dinar est relié (Source : Arab Banks Union, September 2000, pp. 74-82).

**La BCL** intervient directement sur le marché des devises pour lisser une volatilité excessive du taux de change. La livre libanaise est convertible et son taux de change dépend des forces du marché. Le but est de limiter la pression sur la livre et de contrôler l'excédent de liquidité qui pourrait constituer un moyen de pression sur la livre lorsque les prévisions économiques deviennent négatives.

La BCL a réussi à stabiliser le taux de change de la livre devant le dollar, à la moyenne de 1507,5 livre et à limiter le taux d'inflation à 2% ces trois dernières années (Source : Ministry of Finance, ' The Lebanese Republic, Country Profile' [www.finance.gov.lb](http://www.finance.gov.lb) ). En outre, elle a renforcé ses réserves en devises étrangères qui sont passées de 3039 millions \$ à la fin juin 2002 à 10194 millions \$ à la fin septembre 2003 (Source : Association des Banques du Liban, Rapport Annuel 2002/2003).

Ainsi le retour de la confiance dans l'économie libanaise s'est manifesté par la stabilité monétaire et le revenu élevé sur l'investissement en titres financiers, ce qui a joué un rôle dans la baisse du phénomène de la dollarisation de l'économie. Les dépôts en devises sont passés de 73,6% en 1990 à 56,3% en juin 1997, avant de remonter à 69,17% en décembre 2001 à cause de la baisse de réserves en devises de la BCL, de la récession économique et de la tension régionale (Source : Ministry of Finance, ' The Lebanese Republic, Country Profile' [www.finance.gov.lb](http://www.finance.gov.lb) ).

### **2.3. La privatisation des banques et l'augmentation du degré de la concurrence**

En Egypte, à partir de 1975, les banques privées et les banques co-propriétés (joint-venture banks) ont été autorisées à travailler à côté des 4 banques publiques (National Public Bank, Cairo Bank, Alexandria Bank, Misr Bank) qui dominaient à 100% toutes les opérations financières. La BCE qui a entamé la première vague de réforme à la fin 1991, a mis en place un programme de privatisation de ces 4 banques d'une part et la privatisation de leurs participations dans les autres banques (joint-venture banks) d'autre part. En 1996, le nombre de banques co-propriétés était de 23 avec 260 agences contre 830 agences pour les 4 banques d'Etat [Roe A (1998)].

Jusqu'en 1994, la 1<sup>ère</sup> étape du programme prévoyait que les 4 banques du secteur public diminuent leur participation à moins de 51% dans la propriété des banques en co-propriété. En 1996 la BCE a demandé à ces banques publiques de réduire leur participation jusqu'à 20%. C'est dans ce contexte que la loi n° 97 de l'année 1996 a été votée pour donner aux

investisseurs étrangers la possibilité d'être majoritaires dans toutes les banques privées et communes sans aucun plafond ; c'est à dire la permission donnée à des étrangers de détenir la propriété d'une banque égyptienne à 100% de son capital (Source : Arab Banks Union, mai 2003, pp. 60-64). Par ailleurs, l'adoption de la loi n° 155 de l'année 1998 a donné au secteur privé la possibilité de participer à la propriété des banques publiques de l'Etat. Il est à noter que la suppression des restrictions sur les activités des banques étrangères et privées et la possibilité pour elles de travailler comme des banques universelles ont participé au changement de structure du secteur bancaire égyptien : la part des 4 banques d'Etat dans l'activité bancaire a chuté de 100% en 1975 à 60% en 1995 (Source : Arab Banks Union, December 1999, pp. 61-71). Par contre, à ce jour, la privatisation totale des 4 banques d'Etat n'a pas encore eu lieu et le système des banques universelles n'a pas été appliqué.

Cependant une telle évolution est nécessaire pour augmenter la concurrence entre les banques et développer les services bancaires. Malgré ces progrès, les 4 banques publiques dominent toujours le secteur bancaire et leur part du marché dépasse 50%, quels que soient les indicateurs (Source : Arab Banks Union, December 1999, pp. 61-71). Ces banques qui remplissaient autrefois une fonction de service public de crédit, ont parfois profité de cette situation pour passer outre l'application des mesures de ratio de fonds propres imposées par l'International Settlement Bank. Metwalli (2000) a bien décrit la situation début 2000 : « Le secteur bancaire est dominé par les 4 banques publiques qui appartiennent à l'Etat et contrôlent 65% de cette industrie».

En effet, la privatisation est primordiale pour la transition vers une économie de marché et elle est le seul outil connu pour éviter les gaspillages, diminuer les coûts et augmenter l'efficacité [Lacoue-Labarthe (1993)].

En Jordanie, afin d'augmenter le degré de la concurrence entre les banques, la BCJ a pris certaines mesures pour annuler les avantages privilégiés par :

- a- L'unification du ratio de réserve obligatoire sur tous les dépôts, en dinars ou en devises.
- b- La transformation de l'«Iskan Bank» en banque commerciale et la garantie par l'Etat de ses activités a été annulée.
- c- L'autorisation donnée aux banques islamiques d'exercer leurs activités à coté de la seule banque islamique en Jordanie, «Jordanian Islamic Bank».

- d- L'obligation faite aux banques de publier et d'annoncer leurs taux d'intérêt sur les crédits pour leurs meilleurs clients.
- e- La liberté accordée aux banques de déterminer les prix et les commissions sur leurs produits et services.  
(Source: Arab Banks Union, September 2000, pp. 74-82).

Au milieu de l'année 2000, la loi des banques a été promulguée pour permettre aux banques d'offrir plusieurs services financiers non traditionnels, comme les consultations financières, la gestion des fonds d'investissement, les services de crédit-bail 'leasing' et l'utilisation des instruments du marché monétaire et du marché des capitaux (Source: Arab Banks Union, December 2002, pp. 27-29). La loi permet également aux banques d'établir des sociétés affiliées, par exemple les compagnies d'assurance (adoption du modèle de la banque universelle).

En fait, la banque universelle qui offre tous les services financiers sauf celui de courtier en titres, est capable d'affronter la concurrence attendue par les banques étrangères dès que les barrières à l'entrée seront démantelées. Dans un environnement de marchés globalisés où règne une concurrence de plus en plus forte, la banque universelle peut innover en créant de nouveaux services financiers [Lacoue-Labarthe (1993)].

La banque universelle peut aussi contourner plusieurs réglementations, c'est le cas de la Citicorp aux Etats Unis qui a conçu les Certificats de dépôts CD pour contourner la réglementation **Q**. Cette dernière plaçait un plafond sur les taux d'intérêt que les banques étaient autorisées à verser à leurs déposants. Ainsi le dispositif CD l'a aidée à élargir ses ressources.

Par ailleurs, la loi promulguée en 2000 a libéré les banques jordaniennes de l'application de la règle "Mourabaha"<sup>4</sup>, qui était un empêchement de financement à moyen et à long terme (Source : Arab Banks Union, September 2000, pp. 74-82).

En ce qui concerne le Liban, il faut rappeler que le secteur bancaire libanais est un secteur depuis long temps contrôlé par les investisseurs privés. La nouvelle politique de la Banque du Liban encourage les banques à adopter le modèle de la banque universelle en leur permettant

---

<sup>4</sup> Mourabaha : ce système exige que la masse des intérêts versés sur un prêt ne dépasse pas le montant nominal du crédit accordé, c'est-à-dire soit inférieure ou égale à 100% de chaque crédit accordé.

de gérer les fonds d'investissement (Source : Arab Banks Union, October 2001, pp. 65-69). Dans ce contexte, plusieurs banques libanaises ont développé leurs structures pour s'adapter à l'industrie bancaire universelle. Ces banques ont commencé à offrir de nouveaux services par la constitution de sociétés affiliées ou de nouveaux départements au sein de la banque afin de pratiquer de nouvelles activités [services de Leasing (crédit-bail), activités des marchés de capital (capital market activities), assurance, assurance bancaire (bank insurance), etc.]. En outre, plusieurs banques ont lancé les services de la banque électronique à la fois pour les résidents et les non résidents : home banking, office banking, phone banking, internet banking et retail banking comme les ATM et les cartes de paiement (Source : Arab Banks Union, November 2000, pp. 167-177). Le nombre de distributeurs automatiques (ATM) a atteint 686 machines à la fin 2002. Le nombre des cartes de paiement a augmenté en flèche pour atteindre 611829 cartes à la fin de 2002 alors qu'il n'était que de 200000 cartes en 1999 (Source : Association des Banques du Liban, Rapport Annuel 2002/2003). Parallèlement, quelques banques ont commencé à exercer des activités bancaires islamiques (Islamic windows).

#### **2.4. L'Augmentation de la capacité des banques à affronter les risques bancaires : Réserves obligatoires, capital des banques, provisions pour créances douteuses**

**La BCE** a obligé toutes les banques à classifier leurs dettes et à établir des provisions pour ces dettes en résorbant ainsi la discrimination entre les dettes des entreprises privées ou publiques. Dans le même contexte, la réforme a exigé l'augmentation des capitaux des banques en adoptant les mesures de ratio de fonds propres minimum (Source : Arab Banks Union, September 2000, pp. 83-90). Tout a commencé en 1992 quand la BCE a exigé que le capital minimum reste obligatoirement supérieur à 100 millions L.E.

En ce qui concerne les agences des banques étrangères, le capital attribué pour leurs activités en Egypte ne doit pas être inférieur à 15 million \$<sup>5</sup>.

Par cette mesure, la BCE visait à augmenter les capitaux de ces banques afin d'atteindre le ratio Cook de solvabilité qui les oblige à détenir un capital minimum égale à 8 % de leurs actifs pondérés par des coefficients de risques différents selon la catégorie et la localisation géographique des emprunteurs. En Egypte, à la fin mars 2003, ce ratio a été relevé à 10%.

---

<sup>5</sup> Le Journal officiel, loi 37 de 1992, n°23, 4 juin 1992.

Pour toutes les banques, ce ratio a atteint 11,10% en moyenne à la fin juin 2003 (Sources : CBE, Annual Report 2002/2003 et Arab Banks Union, mai 2003, pp. 11-13).

En 1995, la réserve obligatoire sur les dépôts en dinar est tombée de 15% à 14%. Plus tard en 2000, **la BCJ** a baissé ce ratio de réserve obligatoire sur les dépôts en dinars et en devises de 14% à 10% pour augmenter les fonds prêtables des banques et stimuler la croissance économique (Source : Arab Banks Union, September 2000, pp. 74-82). Bien mieux, dès le 1<sup>er</sup> janvier 2001, la BCJ a baissé les réserves obligatoires sur les dépôts et les comptes d'épargne des banques commerciales de 10% à 8% [Mahdi (2001)]. Afin d'encourager les banques à investir dans la bourse, la BC exempte les fonds d'investissement des banques attribués à la bourse des réserves obligatoires.

Le seuil minimum du capital des banques a été élevé à 20 millions D.J pour renforcer le bon état de la situation financière des banques [Al-Rifa'i (1997)] et en août 2003 il a été relevé à 40 millions D.J [Aquel (2003)].

Depuis 1992, la BCJ applique "L'accord du Comité de Bâle de 1988" : les banques doivent répondre aux normes internationales de fonds propres (8%). En 1997 la BCJ a fixé à 12% le ratio des fonds propres minimum que doivent respecter les banques. Il est à noter que toutes les banques jordaniennes maintiennent des taux qui dépassent le seuil minimum fixé par la BC. Néanmoins, ce ratio était en moyenne de 17,5% pour toutes les banques en 2002 [Aquel (2003)].

Les provisions pour les créances douteuses deviennent obligatoires. Les banques devraient classifier leurs actifs comme créances douteuses et suspendre les intérêts à partir du 6<sup>ème</sup> mois de l'arrêt de paiement (Source: Arab Banks Union, December 2002, pp. 27-29). Or dans la 2<sup>ème</sup> vague de réforme [1999-2001], cette durée a été abaissée à 3 mois seulement (Source : Arab Banks Union, September 2000, pp. 74-82).

Au Liban, les banques doivent constituer auprès de **la BCL** des réserves obligatoires de 15% concernant les dépôts à terme en livres et 25% pour les dépôts à vue en livres. Elles sont obligées de déposer 15% de leurs engagements en devises au lieu de 25% avant 2001 (Source : Association des Banques du Liban, Rapport Annuel 2002/2003). En 2002, la BCL a baissé à nouveau les réserves sur les dépôts en devises à 10% (Source : CBL, Annual Report 2001).

Dès 1995, les banques commerciales ont dû répondre aux normes internationales de fonds propres (8%). En septembre 1999, **la BCL** a demandé aux banques d'augmenter leurs ratios

de fonds propres jusqu'à 10% à la fin 2000 et à 12% à la fin 2001 (Source : Ministry of Finance, ' The Lebanese Republic, Country Profile' [www.finance.gov.lb](http://www.finance.gov.lb)). Les fonds propres des banques commerciales ont ainsi augmenté en 2002 de l'ordre de 372 millions \$ (560 milliards L.L) pour atteindre 3320 millions \$ contre 2948 millions en 2001, soit 12,6% de plus (Source : Association des Banques du Liban, Rapport Annuel 2002/2003). En 1999 les capitaux des banques étaient de 2,6 milliards \$. Cette augmentation est due à la loi 308 (03 Avril 2001) qui autorise les investisseurs, qu'ils soient libanais ou étrangers, à investir dans les capitaux des banques en démantelant toute discrimination contre les étrangers. De plus, les actions des banques sont autorisées à être inscrites et négociées à 100%, contrairement à la restriction pratiquée avant le 03/04/2001 qui ne permettait aux banques d'émettre que 30% de leurs actions sur les marchés financiers (Source: Arab Banks Union, October 2001, pp. 65-69).

En moyenne, le ratio de fonds propres pour la période 1998–2000 était de 17%. Ce ratio de solvabilité, selon les normes de Bâle 1, a atteint 19% en 2003. Ce ratio élevé est imputable au fait que la plupart des emplois des banques en livres libanaises sont accordés au secteur public où les risques s'accompagnent de coefficients de pondération assez bas. De plus, les banques mettent leurs dépôts en devises étrangères auprès de la BC, ce qui est sans risques. Enfin, une grande partie des investissements extérieurs se fait auprès des banques appartenant aux pays du G-10 qui sont à bas risques (Source : Arab Banks Union, November 2000, pp. 167-177).

A propos du capital minimum, la BCL l'a fixé à 10 milliards L.L (6.6 millions \$) pour chaque nouvelle banque et 250 millions L.L pour chaque nouvelle agence (Source : Association des Banques du Liban, Rapport Annuel 2002/2003).

Par ailleurs, en décembre 2002 la BCL a supprimé les intérêts payés sur tout montant dépassant 13% de réserves obligatoires pour encourager les banques à investir leurs fonds ailleurs (Source : Association des Banques du Liban, Rapport Annuel 2002/2003). La BCL, comme régulateur des activités bancaires et monétaires, utilise cette mesure afin de bien contrôler la liquidité, dans une économie caractérisée par un taux élevé de dollarisation au niveau des dépôts, des crédits et des paiements.

## **2.5. Le développement des instruments indirects pour mieux gérer la liquidité**

La BCE étant responsable de la stabilité monétaire a abandonné l'intervention directe pratiquée auparavant : détermination du crédit bancaire et détermination directe des taux d'intérêt sur les dépôts et les crédits. Elle a adopté des instruments indirects dans sa politique monétaire. Le gouvernement n'est plus autorisé à monétiser son déficit budgétaire [Source : CBE, Annual Report 2002/2003].

La BCJ a adopté, à partir des années 1990, les moyens indirects de contrôle sur l'offre de monnaie par l'utilisation de certificats de dépôts et ainsi le maintien d'une différence entre les taux d'intérêt sur les dépôts en dinars et ceux des autres dépôts en devises, ceci afin d'encourager les agents à préférer le dinar.

Pour contrôler la liquidité, la BCL continue d'utiliser les instruments directs comme les réserves obligatoires sur les dépôts en livres et en devises, mais après 1991, elle s'appuie de plus en plus sur les instruments indirects comme le rachat des bons du Trésor et l'émission des certificats de dépôt pour influencer la liquidité et les taux d'intérêt sur le marché.

## **2.6. La supervision, le contrôle et la transparence**

La réforme bancaire doit être basée sur la transparence et l'adoption de standards de comptabilité et de supervision adéquats. A partir de 1997, les banques égyptiennes ont été obligées de publier périodiquement leurs bilans financiers conformément aux standards de comptabilité internationaux (International Accounting Standards ou IAS). En outre, selon la loi 97<sup>6</sup>, les banques doivent être contrôlées par 2 auditeurs différents remplacés tous les 2 ans.

La Jordanie applique depuis 1993 les standards internationaux selon la méthode CAMEL pour les évaluations des banques qui sont obligées de fournir des rapports financiers trimestriels à la BC (Sources : Arab Banks Union, December 2002, pp. 27-29 et Arab Banks Union, September 2000, pp. 74-82)].

---

<sup>6</sup> Le Journal officiel, loi 97, n° 25, 30 juin 1996.

A la fin 2000, la **BCL** a obligé chaque banque à créer un département d'audit interne totalement indépendant des autres départements. Les banques sont appelées à adopter les règles internationales de comptabilité et de transparence financière et à établir des bilans financiers conformes aux normes internationales (Source : BCL, Annual Report 2000).

En Avril 2001, la loi contre le blanchiment a été adopté. La BCL a demandé aux banques d'examiner l'efficacité des mesures qu'elles avaient mises en place pour lutter contre le blanchiment de l'argent. Elles ont alors signé un accord pour lutter contre ce phénomène.

## **2.7. Autres développements:** système de paiement, l'assurance de dépôt

Le but de la **BCJ** est de réduire les risques de liquidité et de trouver un mécanisme précis pour les paiements et les compensations entre les établissements financiers. Pour atteindre ce but un système de compensation a été inauguré (système SWIFT)<sup>7</sup> pour les paiements locaux grâce à un réseau de communications locales. Précisons que la Jordanie possède un réseau d'ATM très moderne et bien développé (Source : Arab Banks Union, September 2000, pp. 74-82).

En ce qui concerne le développement du système de paiement au Liban, la BCL a mis en place un système électronique de compensation directe des chèques, puis elle a élargi la compensation pour y inclure les obligations commerciales et les paiements par cartes de crédit émises localement. De plus, un réseau électronique de communication bancaire a été élaboré pour échanger les informations entre les banques. (Source: Arab Banks Union, October 2001, pp. 65-69).

Enfin, en ce qui concerne l'assurance de dépôt, la Jordanie a promulgué la loi de l'Etablissement d'Assurance des Dépôts ('EAD') en septembre 2000. La naissance de cet établissement était nécessaire pour réduire les coûts sur la BCJ et le Trésor Public en cas de

---

<sup>7</sup> **SWIFT** (abréviation de *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) est une société coopérative de droit belge, basée à la Hulpe près de Bruxelles, détenue et contrôlée par ses adhérents parmi lesquels se trouvent les plus grosses banques mondiales. Fondée en 1973, elle a ouvert un réseau opérationnel de même nom en 1977. SWIFT est une coopérative bancaire qui fournit des services de messagerie standardisée et des interfaces à plus de 7.800 institutions dans plus de 200 pays. En 2006, son actionnariat compte plus de 2 200 personnes morales, dont de grandes banques commerciales du monde. SWIFT transmet plus de 11 millions de transactions chaque jour.

crise bancaire. Cette loi a chargé l'EAD de liquider les banques selon des règles judiciaires précises (Source : Arab Banks Union, September 2000, pp. 74-82).

L'objectif essentiel de cet établissement est la protection des déposants afin d'augmenter le degré de confiance et de sécurité dans le système bancaire (Source: Arab Banks Union, December 2002, pp. 27-29).

Il faut indiquer que cette loi ne distingue pas les déposants résidentiels des non résidentiels. Donc elle encourage les non-résidents à épargner dans les banques jordaniennes. De plus, seuls les dépôts en dinars sont assurés, ce qui freine la dollarisation des dépôts.

Pour protéger les déposants et propager un climat de confiance, l'Etat libanais a créé l'Institut National de Garantie des Dépôts Bancaires. En 1999, à son tour, cet institut a créé la société Kafalat dans le but de garantir les prêts accordés aux secteurs risqués et ceux accordés aux PME [Ayoub (2003)].

En résumé, la réforme a inclus la modification des ratios de réserves obligatoires et des liquidités, l'augmentation des capitaux des banques, la mise en place de nouveaux standards de ratio du capital conformément aux normes internationales, le développement du rôle des banques dans le marché du capital et le renforcement du rôle de la BC dans la supervision et le contrôle des activités bancaires. De plus, elle a inclus l'adoption de plusieurs lois importantes concernant la sphère bancaire.

Dans les 2 sections suivantes, nous allons examiner les effets de la politique de libéralisation financière appliquée dans les 3 pays étudiés. En fait, en Jordanie et en Egypte, la libéralisation financière a été appliquée dans le cadre de PAS, tandis que la LF a été appliquée dans le cadre du Programme de Reconstruction et Développement Libanais (PRDL). Vu que le PAS et PRDL incluent des mesures pour réduire le déficit budgétaire, maintenir un taux d'inflation bas et un taux de change stable dans l'objectif d'obtenir une croissance économique soutenue ; nous allons présenter dans la section suivante, les principaux indicateurs économiques après l'application du PAS dont la libéralisation financière. Par ailleurs, il faut rappeler que la libéralisation financière est conditionnée par l'existence d'un système fiscal efficace, d'un contrôle adéquat des banques, et d'un environnement économique stable et par un taux du déficit budgétaire par rapport au PIB acceptable etc.

### **Section 3. Les Indicateurs Economiques après la LF**

Nous présentons ici les principaux indicateurs économiques des 3 pays pour donner un aperçu de leur situation économique après l'application des réformes économiques et financières qu'ils ont menées.

Nous pouvons remarquer, au vu des informations ci-dessous dans les tableaux [7.1, 8.1 et 9.1], que :

*3.1. Les 3 pays se caractérisent par une dette extérieure lourde*, malgré la réduction de celle-ci depuis 1991. Dans le cadre du PAS, il y a eu négociation de ces dettes avec le Club de Paris et celui de Londres (exonérations et rééchelonnement).

L'Egypte a réussi à diminuer sa dette extérieure de 52 milliards \$ en 1991 à 28 milliards \$ en 2001. (Source: Arab Banks Union, December 1999, p. 61). À l'époque, cette dette représentait 152% du PIB. Aujourd'hui, elle n'atteint plus que 27% du PIB.

La dette extérieure jordanienne, qui représente 75,8% du PIB, a beaucoup diminué si on la compare avec le ratio de l'année 1989 (180% du PIB, 8 milliards \$). Il faut souligner que cette diminution est due à la remise consentie par le Club de Paris en 1994 à hauteur de 833 millions de dollars et au rééchelonnement des dettes commerciales par le Club de Londres en 1997. (Source: CBJ, "Jordan: an 'Emerging Market'", [www.cbj.gov.jo/docs/invetment/301.html](http://www.cbj.gov.jo/docs/invetment/301.html)) L'objectif fixé par le gouvernement jordanien en 1990 était de réduire la dette extérieure à 90% du PIB en 1998 (CBJ, Annual Report, 2001). En dépit de l'accord de rééchelonnement avec le Club de Paris en 1999, cette dette est repassée de 5,4 milliards \$ en 2001 à 7,2 milliards \$ en 2002, ce qui représente 77,7% du PIB (CBJ, Rapport Annuel 2002). C'est un pourcentage supérieur au taux acceptable pour la solvabilité des pays (75%). En Jordanie, près d'un ¼ du revenu intérieur du gouvernement sert à honorer les charges de la dette extérieure, ce qui pose un problème concernant la mobilisation des ressources pour le développement économique et social, comme la santé, l'éducation et les infrastructures.[Mahdi (2001)].

Au Liban, la dette extérieure a augmenté de 38,5% de 2000 à 2001 pour atteindre 9,6 milliards \$ en 2001. Il faut indiquer que cette augmentation a servi à réformer la structure de la dette publique en substituant aux dettes intérieures à court terme, au coût élevé, en devises libanaises, des dettes extérieures au coût moins élevé et à long terme (jusqu'à 15 ans) [CBL,

Annual Report 2001]. La source d'inquiétude à l'échelle internationale et nationale est la croissance de la dette libanaise publique nette qui a dépassé les 20 milliards \$ en 2000 (23,22 milliards \$) Cette dette s'accroît chaque année de 17,3%. En 2001 la dette publique était de 27 milliards \$, dont 9,6 milliards \$ de dette extérieure [CBL, Annual Report 2001].

3.2. *La domination du secteur des biens et services locaux sur la structure du PIB* (secteur des hôtels et restaurants, secteur financier, secteur du transport).

C'est le cas de la Jordanie et du Liban qui se caractérisent par une petite économie avec des ressources modestes.

L'Egypte, elle, se caractérise par un grand marché de 70 millions d'habitants et elle possède davantage de ressources que les 2 autres pays, comme le pétrole dont la contribution s'élève à 7,6% du PIB [CBE, Annual Report 2001]. En prenant en compte l'augmentation des prix du pétrole en 2002 et 2003, sa participation s'élève à 10% du PIB.

**Tableau 7.1 : Les principaux indicateurs économiques dans les 3 pays**  
(Année 2001)

Pays	PIB (prix du marché) En milliards de \$	Le PIB par tête en 2000 (en US \$ constants en 1995)**	Structure du PIB *	Taux de croissance du PIB aux prix constants	Inflation	Dette extérieure En milliards de \$	Ratio de la dette extérieure / PIB
Egypte	102	1226	Agr : 17% Ind : 32% Ser : 51%	3,0%	2,4%	28,7	28%
Jordanie	8,8	1616	Agr: 3% Ind: 25% Ser: 72%	4,2%	1,8%	6,6	75,0%
Liban	16,4	2890	Agr: 12% Ind: 27% Ser: 61%	2,0%	2,0%	9,6	58,5%

\* Agr: agriculture ; Ind: industrie ; Ser: services

Sources: CBE, Annual Report 2001.

CBE, Annual Report 2002.

CBL, Annual Report 2001.

\*\*World Development Indicators, CD Rom 2002, World Bank

**Tableau 8.1 : La balance commerciale dans les 3 pays**  
Année 2001

En milliards de \$

Pays	Total export	Total import	Déficit	Ratio /PIB	Principal exp.	Principal imp.
Egypte	4,13	12,76	8,63	8,5%	Pétrole, coton, textile, métaux, produits chimiques	Machinerie, équipements, alimentaire, bois, combustibles
Jordanie	2,29	4,79	2,5	28,5%	Phosphate, potassium, produits manufacturés	Pétrole, machinerie, équipement du transport
Liban	0,88	6,80	5,92	36,1%	Produits alimentaires, tabac, textiles, métaux, papier.	Machinerie, équipement du transport, produits alimentaires, métallurgie

Sources: Egypte : United Nation Statistics Year Book 2000

Jordanie : Statistics Annual Report (2001, 1997), BCJ (2002).

Liban : CBL, Annual Report 2001.

**Tableau 9.1 : Les indicateurs de la population (le nombre de la population, le taux de chômage et le taux de croissance démographique)**

Pays	Population (en millions)	Croissance démographique	Taux de chômage
Egypte	68,5	2%	11,3%
Jordanie	5,18	3%	14%
Liban	4,2	1,5%	5%

Sources: Jordanie: Department of Statistics 2001

Egypte, Liban: United Nation Statistics / Year Book 2000.

3.3. Ces pays restent déficitaires au niveau de la balance commerciale, ce qui affecte, la plupart du temps, la balance des paiements [Tableau 10.1 et Tableau 13.1].

**Tableau 10.1 : La balance commerciale**

En millions de dollars \$

	1997	1998	1999	2000	2001
Egypte	- 11771	- 12562	- 11472	- 9363	- 8630
Jordanie	- 2269	- 2029	- 1888	- 2702	- 2581
Liban	- 6274	- 5913	- 5086	- 5081	- 5919

**Tableau 11.1 : Balance des capitaux**

En millions de dollars \$

	1997	1998	1999	2000	2001
Egypte	3387	919	- 974	-542	- 1037,7
Jordanie	266	290	188	576	108
Liban	6206	5656	5580	4726	4816

**Tableau 12.1 : Balance du compte courant**

En millions de dollars \$

	1997	1998	1999	2000	2001
Egypte	- 2479	- 1724	- 1171	- 33,4	-8,5
Jordanie	- 29	22	406	58,6	4,2
Liban	- 5788	- 6143	- 5319	- 5015	- 5985

**Tableau 13.1 : Balance des paiements**

En millions de dollars \$

	1997	1998	1999	2000	2001
Egypte	- 135	- 2117	- 3025	- 871	- 447,1
Jordanie	264	- 119	623	951	- 30
Liban	420	- 487	261	- 289	- 1169

Sources:

Egypte: The Ministry of Economy, CBE (Annual Report 2001).

Jordanie: Department of Statistics (Annual Reports 1997, 2001), CBJ (Annual Report 2002).

Liban : CBL (Annual Rapport 2001).

3.4. La Jordanie et le Liban ont réussi à maintenir *leur taux de change* inchangé depuis plus de 6 ans dans l'objectif d'assurer une stabilité monétaire et de maintenir l'inflation à un niveau bas [Tableau 14.1]. Au contraire, la livre égyptienne a été dévaluée plusieurs fois et a perdu 73% de sa valeur depuis 1991 [Tableau 15.1].

En 1995, la BCJ a fixé le taux de change du dinar à 1,41 \$ afin d'éliminer le risque de taux de change.

Depuis 1992 la politique monétaire libanaise consacre ses efforts à maintenir la stabilité du taux de change pour faire reculer l'inflation et préserver le pouvoir d'achat de la livre libanaise (Source : Association des Banques du Liban, Rapport Annuel 2002/2003).

En Egypte la libéralisation du taux de change a commencé avec l'application du PAS en mai 1991 quand le taux de change contre le dollar est passé de 2 LE à 3,332 LE. Puis ce taux est resté stable tout au long des années 90. En effet, pendant ces années, le facteur qui a contribué à cette stabilisation est la libéralisation des taux d'intérêt sur la livre (libéralisation des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs en 1991) accompagnée de la libéralisation du taux de change. Grâce à une grande différence positive entre le taux d'intérêt de la livre et des autres devises étrangères, les Egyptiens ont été encouragés à transformer l'épargne qu'ils détenaient en devises étrangères en devises nationales, ce qui a augmenté par ailleurs, les flux de capitaux étrangers [Ammar Samia (2003)] . En fait, la libéralisation du taux de change qui accompagne la libéralisation financière, sert à dissuader les agents locaux d'emprunter à l'étranger parce que la monnaie étrangère devient plus chère. Elle freine donc la hausse non désirée des taux d'intérêt parce que les entrées de capitaux augmentent l'offre de la monnaie, ce qui engendre l'inflation. Celle-ci diminue le niveau des taux d'intérêt réels, ce qui peut entraîner une nouvelle hausse des taux d'intérêt nominaux pour les rendre positifs [Mathieson (1979)].

Jalal (2003), directeur du Centre Egyptien pour les Etudes Economiques, pense que le degré de l'effet de la dévaluation de la livre par rapport à l'inflation, (après application du système de change flottant), ne sera pas très élevé en raison de :

- 1- La faible corrélation entre l'inflation et le taux de change nominal en Egypte.
- 2- L'insuffisante ouverture de l'économie égyptienne à l'économie mondiale, puisque le taux des importations des biens et services par rapport au PIB ne dépasse pas 23%.
- 3- La dévaluation répétée de la livre avant la décision de la BC de la laisser flotter, ce qui a empêché une plus grande dévaluation.
- 4- La libéralisation totale du système du taux de change et la récession de l'économie égyptienne au cours des 3 années (2000-2002). Le taux de croissance était en moyenne

de 3% contre 5% dans les années 1990. Par conséquent, cette étape aura des effets inflationnistes différents selon que l'économie est -ou non- en plein emploi à cause du transfert de la demande des biens importés vers les biens locaux.

A la fin de 2000, le taux de change est passé à 3,69 LE. En juillet 2001, la BC a augmenté le taux de change pour obtenir une parité avec le dollar de 3,9 LE. Puis en décembre 2001 ce taux a été augmenté pour atteindre 4,5 LE. Le 29 janvier 2003 la livre s'est mise à flotter. Le taux de change est passé de 4,64 LE, le 28 janvier 2003 à 5.75 LE, le 11 avril 2003, c'est-à-dire que la livre a perdu 23,9% de sa valeur par rapport au dollar [Montasser (2003)].

La vraie raison des ces dernières dévaluations et dépréciation de la livre égyptienne tient à la baisse des devises étrangères détenues par la BCE à cause de :

- a. l'augmentation du déficit du compte courant (2,5 milliards \$ en 1997).
- b. l'augmentation des importations (12 milliards \$).
- c. La baisse des investissements étrangers nets dans le portefeuille, soit une chute de + 1462,9 millions \$ en 1996 à - 248 million \$ en 1997, puis un retour positif à +473 en 1999.

En conclusion, la livre égyptienne a subi plusieurs crises de change, mais le gouvernement égyptien continue de plaider pour l'augmentation du taux de change qui encourage les exportations et diminue les importations de biens complémentaires. Le degré de succès d'une telle politique dépend de l'orientation de la demande vers la préférence des biens locaux et la capacité de l'économie locale à faire face à cette demande supplémentaire et à la satisfaire [Dornbusch (1988)].

Wijnbergen (1989) suppose que si les industries d'un pays dépendent de biens intermédiaires importés (industrial inputs) comme dans le cas de l'Egypte, du Liban et de la Jordanie, alors la dévaluation augmente le coût des produits semi-manufacturés, ce qui affecte le processus de production. Les résultats de l'étude de Kamin et Roger (2000) sur le Mexique ont révélé que la dévaluation réelle de la devise mexicaine a été corrélée avec une récession économique. Une autre étude de Van Der Hoeven (2000) sur 12 pays confirme que la dévaluation de 10% entraîne une baisse du PIB de 0,5 %.

Il faut attendre 2 ou 3 ans avant de savoir quels seront les effets du flottement de la livre égyptienne sur le PIB, l'investissement, la balance commerciale, etc.....

**Tableau 14.1 : Cours du change : Jordanie et Liban**  
**Valeur du dollar \$ en monnaie nationale**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Jordanie	0,691	0,704	0,701	0,709	0,709	0,709	0,709	0,709	0,709	0,709
Liban	1838	1711	1647	1596	1552	1527	1508	1507,5	1507,5	1507,5

Sources : United Nation Statistics / Year Book 2000.

CBJ, Annual Report 2002.

CBL, Annual Report 2001.

**Tableau 15.1 : Cours du change : Egypte**  
**Valeur du dollar \$ en monnaie nationale**

	1990	1991	1993	1999	2000	Juillet 2001	Août 2001	Décembre 2001	Mai 2002	Janvier 2003	Avril 2003
	2	3,332	3,37	3,40	3,69	3,90	4,15	4,50	4,52	4,64	5,75

Sources: International Financial Statistics / IMF Year Book 2000.

CBE, Annual Report 2001/2002.

*3.5. La plupart de ces pays ont réussi à diminuer le déficit budgétaire par rapport au PIB. Sauf le Liban qui dépasse largement les standards internationaux acceptables (6%) [Tableau 16.1], mais le Liban est sorti détruit d'une guerre civile de 15 ans et d'une occupation israélienne de 22 ans (1978-2000). On peut comprendre les grands besoins de financement pour les projets de reconstruction des infrastructures systématiquement détruites durant deux décennies. Les 2 autres pays dépassent eux aussi le taux acceptable, sans les dons et les aides extérieures étrangères. Par exemple, si on calcule le déficit budgétaire par rapport au PIB en Jordanie sans les dons (1997-2001) on obtient les ratios suivants : 10,4%, 10%, 7,3%, 7,4%, 7% [CBJ, Rapport Annuel 2001].*

**Tableau 16.1 : Le déficit budgétaire inclut les aides et les dons  
en devises nationales et en dollars américains  
Le déficit budgétaire par rapport au PIB  
En millions de \$ :  
millions de LE –Egypte- ; millions de JD –Jordanie- ; milliards de LL –Liban-**

	1997	1998	1999	2000	2001
Egypte	- 2800 LE	- 12700 LE	- 12300 LE	- 8018 LE	- 9623 LE
	- 831 \$	-3806 \$	- 3618 \$	- 2173 \$	- 2138 \$
	1,0%	4,4%	3,8%	2,8%	3,2%
Jordanie	- 331 JD	- 356 JD	- 224 JD	- 204 JD	- 190 JD
	- 468 \$	- 502 \$	- 316 \$	-288 \$	- 269 \$
	1,0%	4,4%	3,8%	2,8%	3,2%
Liban	- 5,334 LL	- 3,315 LL	- 2,736 LL	- 4,199 LL	- 3,459 LL
	- 3538 \$	- 2199 \$	- 1815 \$	- 2785 \$	- 2295 \$
	23,8%	13,6%	14,4%	23,7%	13,8%

Sources:

Egypte: The Ministry of Economy, CBE (Annual Report 2001).

Jordanie: Department of Statistics (Annual Report 2001).

Liban : The Ministry of Finance, CBL (Annual Report 2001).

### 3.6. *La Croissance économique*

Les taux de croissance du PIB confirment le caractère dynamique de l'économie égyptienne et sa tendance vers une croissance rapide qui à son tour aide à attirer les investissements. Ce taux était de 4,6 %, 6,4 %, 5,1 % dans les années 1997, 1998, 1999 respectivement, soit un taux moyen de 5,4%. Ces bons niveaux de croissance signifient l'augmentation des revenus et, par conséquent, l'augmentation de la demande pour les biens et services.

Mais l'économie égyptienne, contrairement à toutes les anticipations, n'a pas continué sa montée. La croissance du PIB a été de 3,3 % en 2000, 3,1% en 2001 et 1,9% en 2002), c'est-à-dire de 2,8 % en moyenne contre un taux moyen de 5,4% dans les années 1997-1999. Par ailleurs, la participation du secteur privé dans le PIB était en moyenne de 70%, ce qui révèle le succès du gouvernement qui veut privatiser plusieurs secteurs économiques dominés par l'Etat. (Sources: Arab Banks Union, September 2001, pp. 61-63).

Malgré les mauvaises conditions régionales et internationales, l'économie jordanienne a réalisé de bons niveaux du taux de croissance, pendant ces dernières années. Le PIB, aux prix de marché constants de 1994, a augmenté progressivement pour atteindre 3,1 % en 1999, 4 % en 2000 et 4,2 % en 2001. Ces chiffres dépassent les taux anticipés par le PAS du FMI (2%, 2,5% et 3,5%) pour cette période. En même temps, le niveau général des prix (l'inflation) s'est crû en moyenne de 2 % chaque année pendant cette période. En 2002, le taux de croissance a continué de s'accroître pour atteindre 4,9%, ce qui a été la meilleure croissance du PIB depuis plusieurs années (CBJ, Annual Report 2002).

Au Liban, comme on peut le remarquer dans le [tableau 17.1], le taux de croissance de PIB en 2000 était de 0%. Dans le même temps le taux d'inflation de l'économie a diminué d'un point (1% en 1999, 0% en 2000), ce qui reflète la récession dont souffre l'économie libanaise. Mais le FMI, dans son rapport sur le Liban en 2001, a prévu que le taux de croissance réel s'élèvera à 1,3% en 2001 et qu'il augmentera pour se situer entre 4 et 5 % dans la période 2002–2006 (Sources: Arab Banks Union, Septembre 2001, pp. 74-78).

La croissance économique était de 7% dans les anticipations du Programme de Reconstruction et Développement Libanais concernant les années 1990. Ce taux a pris une voie tardive puisqu'il a chuté ensuite jusqu'à un taux de 4% en 1996-1997, puis de 3% en 1998 et de 1% seulement en 1999.

**Tableau 17.1 : Produit Intérieur Brut En devises nationales et En dollars**  
**En milliards de \$, milliards de LE, milliards de JD, trillions de LL**  
**Aux prix constants de 1996 pour l’Egypte**  
**Aux prix constants de 1990 pour le Liban**  
**Aux prix constants de 1994 pour la Jordanie**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Egypte</b>	228 LE	240 LE	251 LE	267 LE	281 LE	290 LE	299 LE	305 LE
	64,045 \$	67,416 \$	75,217 \$	80,011 \$	82,647 \$	85,294 \$	87,941 \$	89,612 \$
	5,0%	5,3%	4,6%	6,4%	5,1%	3,3%	3,1%	1,9
<b>Jordanie</b>	4,628 JD	4,724 JD	4,881 JD	5,027 JD	5,182 JD	5,399 JD	5,626 JD	5,902 JD
	6,527 \$	6,663 \$	6,884 \$	7,090 \$	7,309 \$	7,615 \$	7,935 \$	8,324 \$
	6,2%	2,1%	3,3%	3,0%	3,1%	4,2%	4,2%	4,9%
<b>Liban</b>	7,646LL	7,952LL	8,230LL	8,476LL	8,816LL	8,816LL	8,980LL	9,195LL
	5,001 \$	5,201 \$	5,383 \$	5,544 \$	5,766 \$	5,766 \$	5,881	5,998
	6,5%	4,0%	3,5%	3,0%	4,0%	0,0%	2,0%	2,0%

**Tableau 18.1 : Produit Intérieur Brut aux prix courants**  
**En devises nationales et En dollars**  
**En milliards de \$, milliards de LE, milliards de JD, trillions de LL**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Egypte</b>	214 LE	240 LE	260 LE	282 LE	316 LE	339 LE	363 LE	379 LE
	60,112 \$	67,415 \$	73,034 \$	79,213 \$	88,764 \$	95,225 \$	102 \$	106,5 \$
	12,1%	12,2%	8,1%	8,7%	12,1%	7,0%	7,2%	4,4%
<b>Jordanie</b>	4,598 JD	4,800 JD	5,090 JD	5,604 JD	5,759 JD	6,002 JD	6,260 JD	6,590 JD
	6,485 \$	6,770 \$	7,179 \$	7,904 \$	8,123 \$	8,465 \$	8,829 \$	9,295 \$
	9,3%	4,4%	6,0%	10,0%	2,8%	4,2%	4,3%	5,3%
<b>Liban</b>	18,028LL	20,417LL	22,880LL	24,639LL	24,945LL	24,721LL	25,115LL	26,068LL
	11,806 \$	13,371 \$	14,983 \$	16,136 \$	16,336 \$	16,189 \$	16,447 \$	17,071 \$
	22,9%	13,3%	12,1%	7,7%	1,2%	-0,9%	1,6%	3,8%

Sources (Tableaux 17.1 et 18.1):

Egypte: The Ministry of Planning, CBE (Annual Report 2001), IMF Statistics 2002

Jordanie: CBJ (Annual Report 2002), Department of statistics/ Statistical Yearbook 2001.

Liban : United Nation Statistics / Year Book 2000, AMF Statistics 2002

\* On a calculé les chiffres en dollars à partir de cours du change moyen dans la période 1995-2002 : [(Egypte 1\$ = 3,56 LE) (Liban 1 \$ = 1527 LL) (Jordanie 1\$ = 0,709 JD)].

#### **Section 4. Une Evaluation Quantitative de la Réforme financière (1992-2002)**

Après avoir présenté l'application des réformes financières menées au sein de nos trois pays, ainsi que leurs principaux indicateurs économiques, il nous paraît maintenant intéressant de savoir quelles sont les conséquences concernant les taux d'intérêt ainsi que les agrégats monétaires et créditeurs au sein du secteur financier. Il s'agit aussi de voir comment les indicateurs financiers ont évolué après la libéralisation financière. Afin de les apprécier en connaissance de cause, nous les comparerons à ceux des pays ayant expérimenté ce processus de libéralisation financière (Argentine, Malaisie et Thaïlande). Notre choix de ces pays s'explique également par le niveau de développement convergent entre les pays de Proche Orient et ceux de l'Amérique Latine et d'Asie de l'Est (sauf quelques pays comme par exemple, le Japon).

#### **4.1. Le taux d'intérêt**

Avant la libéralisation financière, les taux d'intérêt réels dans les trois pays –Egypte, Jordanie et Liban- étaient négatifs à cause de l'instabilité monétaire due aux niveaux très élevés de l'inflation. De plus, la répression financière longtemps exercée dans ces pays consistait à encourager les investisseurs nationaux en leur proposant des taux d'intérêt faibles et à orienter les ressources vers les secteurs privilégiés pour le développement national, ce qui permettait aussi à ces pays de financer leurs déficits budgétaires à moindre coût.

Comme nous avons pu le voir précédemment, la libéralisation financière selon McKinnon et Shaw exige la hausse des taux d'intérêt nominaux servis sur les dépôts pour rendre les taux d'intérêt au niveau réel positifs afin d'augmenter l'épargne nationale qui est le moteur de la croissance.

En général, pour examiner l'effet de la libéralisation financière sur les taux d'intérêt, on se réfère à deux indicateurs importants : [Bisat (1996)]

##### **4.1.1. Le niveau de taux d'intérêt réel**

Le niveau de taux d'intérêt réel démontre l'efficience allocative des ressources financières. Les taux d'intérêt réels en Egypte, en Jordanie et au Liban sont devenus positifs comme nous le montre le [Tableau 20.1]. Il faut souligner que ces taux étaient négatifs à la fin des années 80 et au début des années 90 (voir [Tableau 1.1]). Il faut dire que la maîtrise des taux d'inflation bas dans les années 1990 a contribué à la hausse des taux d'intérêt réels.

En Egypte les taux d'intérêt sur les bons du Trésor ont accusé une baisse sérieuse : ils sont descendus à une moyenne de 5,92% en décembre 2002 alors qu'ils culminaient à 9,09% à la fin décembre 2000 (CBE, Annual Report 2000/2001 et Annual Report 2002/2003). En même temps, la BCE a baissé son taux d'escompte de 11% à 10% à compter du 11 novembre 2002 pour encourager les banques à diminuer leurs taux d'intérêt (CBE, Annual Report 2002/2003).

En Jordanie, les taux d'intérêt sur tous les instruments monétaires ont enregistré une baisse remarquable. Le taux d'intérêt sur les CD émis par la BC à 3 mois était de 3,4% en 2002 contre 6% et 4,9% à la fin des années 2000 et 2001 respectivement (Source : Arab Banks Union, December 2002, pp. 27-29 ).

Enfin, au Liban les taux d'intérêt sur les bons du Trésor sont considérés depuis longtemps comme une base pour la détermination des taux d'intérêt sur les autres instruments financiers. Les taux d'intérêt sur les bons à 3 mois ont baissé progressivement atteignant 10,88% en moyenne pour les années 2000, 2001 et 2002 contre 12,20% pour la période 1996-99. Ce taux était de 13,80% en 1996, de 12,68% en 1997, de 11,43% en 1998 et de 10,88% en 1999 [Source : BCL, Quarterly Bulletin, Second Quarter 2002].

#### 4.1.2. La marge du taux d'intérêt

Elle mesure la différence entre les taux d'intérêt servis sur les dépôts et ceux sur les crédits. L'importance de cet indicateur donne une idée de la concurrence au sein du secteur financier puisque la libéralisation financière entraîne une hausse de la concurrence entre les banques elles-mêmes et entre les banques et les autres institutions financières. Cet état de fait entrave leur liberté de manœuvre et freine les augmentations qu'elles pourraient appliquer sur les taux d'intérêt, ce qui diminue leur marge.

Le Tableau 21.1 nous indique que la marge des taux d'intérêt a sensiblement reculé après la libéralisation, ce qui confirme l'augmentation du degré de la concurrence au sein du secteur bancaire. Par ailleurs, la baisse des taux d'intérêt servis sur le dollar américain de 2000 à 2002 a aidé ces pays à abaisser les taux d'intérêt qu'ils servaient sur leur monnaie nationale. Parallèlement, ils maintenaient toujours une différence confortable entre leur monnaie et le dollar afin d'empêcher une fuite des capitaux à l'étranger et de favoriser l'épargne en monnaie nationale. Il faut souligner que la grande différence entre les taux d'intérêt servis sur les dépôts en devise nationale dans ces pays et ceux servis sur les dépôts en devises étrangères, spécialement en dollars, jouait un rôle positif sur la balance des paiements depuis 1992.

Au Liban, cette marge est supérieure à celle des 2 autres pays d'étude et elle est même plus élevée que dans les 3 pays de comparaison, ce qui indique que la limitation de la concurrence au sein du secteur financier libanais.

Il est à noter qu'en Jordanie la marge de taux d'intérêt pour la période (1992 – 1997) était en moyenne de 3,1 points, ce qui est la marge la plus basse des 3 pays. Mais à partir de 1998 cette marge a progressivement augmenté. En effet, même si les taux d'intérêt sur les dépôts bancaires jordaniens ont eu tendance à diminuer, les taux d'intérêt débiteurs sur les

crédits bancaires, eux, ont diminué à un rythme beaucoup plus lent, comme le montre le tableau ci-dessous.

**Tableau 19.1 :L'évolution des taux d'intérêt sur les dépôts bancaires et sur les crédits bancaires**

En %

	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>variation 98 /02</u>
Dépôts à vue	1,35	1,46	1,20	1,06	0,91	67% ↓
Dépôts à terme	8,33	7,89	6,55	5,19	3,97	52% ↓
Comptes d'épargne	4,56	4,19	3,76	2,91	1,84	60% ↓
Comptes à découverts	12,49	12,66	11,60	10,42	9,35	25% ↓
Prêts	12,89	12,67	11,38	10,45	9,85	24% ↓
Bons escomptés	13,79	13,37	12,81	11,88	10,95	21% ↓

Source: CBJ, Annual Report 2001 et Annual Report 2002

Les banques ne réagissent que faiblement lorsqu'il s'agit de baisser leurs taux d'intérêt sur les crédits suite à la baisse des taux d'intérêt sur les dépôts. De fait, la vraie raison a trait à la structure jordanienne des dépôts et des crédits bancaires. La plupart des dépôts sont à court terme, c'est pourquoi leurs taux d'intérêt répondent plus vite à la hausse ou à la baisse des taux d'intérêt de la BC. Par contre, les taux d'intérêt des crédits réagissent plus lentement parce que la plupart des contrats sont d'une durée d'un an -ou plus- et parfois les contrats eux-mêmes ne permettent pas de changer le taux d'intérêt qui est fixe (Source : The banks in Jordan, 'un magazine', n° 8, October 2001, pp. 82-83).

Ces dernières années, les banques jordanienes se sont contentées de cette marge pour augmenter leurs profits.

**Tableau 20.1 : Taux d'intérêt réel \*, en moyenne, sur tous les dépôts après l'application de LF**  
**En %**

	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02
Egypte	-1,7	0,9	2,9	1,6	3,3	5,2	5,6	6,1	6,8	7,3	6,6
Jordanie	3,3	2,1	3,5	5,5	2,0	6,1	5,1	7,6	6,2	4,0	2,3
Liban	-6,4	6,9	4,7	6,0	6,6	5,6	9,6	11,5	11,2	10,5	9,0
Argentine			4,0	8,5	7,2	6,5	6,7	9,2	9,2	17,3	23,4
Malaisie			1,2	0,7	3,6	5,2	3,2	1,4	1,8	2,0	1,2
Thaïlande			3,5	5,8	4,5	4,9	2,6	4,4	1,7	0,8	1,4

Source : 1) Taux d'inflation :

AMF pour les 3 pays d'étude.

IMF pour les 3 pays de comparaison.

2) Taux d'intérêt nominaux des dépôts : International Financial Statistics (IFS), IMF, December 2003 et IFS, IMF, YearBook 2000.

\* Taux d'intérêt réel = Taux nominal – Taux d'inflation.

**Tableau 1.1**

Taux d'intérêt réel, en moyenne, sur tous les dépôts avant l'application de LF

	1989	1990	1991
Egypte	-9,7%	-4,7%	-7,8%
Jordanie	-18%	-8%	-0,07%
Liban	-30,6%	-45,8%	-43,4%

Source: IMF, YearBook 2000.

**Tableau 21.1 : La marge du taux d'intérêt après LF****En %**

	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02
Egypte	8,3	6,3	4,7	5,6	5,1	4,0	3,6	3,8	3,7	3,8	4,5
Jordanie	3,0	3,4	3,4	3,0	2,8	3,2	4,4	4,0	4,8	5,1	5,8
Liban	23,1	13,0	9,1	8,4	9,7	6,9	7,0	7,0	6,9	6,3	5,6
Argentine			2,0	6,0	3,2	2,3	3,1	3,0	2,8	11,6	12,4
Malaisie		2,0	2,7	1,7	1,8	1,8	2,1	3,2	3,4	3,3	3,2
Thaïlande		2,5	2,4	1,7	3,1	3,1	3,8	4,3	4,5	4,7	4,9

Source : IFS, IMF, décembre 2003.

IFS, IMF, Year Book 2000.

## 4.2. Les indicateurs monétaires

Les indicateurs traditionnels pour mesurer l'approfondissement du secteur financier sont :

- 1- Le ratio de monnaie en circulation par rapport aux dépôts.
- 2- Le ratio de monétisation (la part de la masse monétaire dans le PIB),  $M2^8$  par rapport au PIB.
- 3- Le ratio de M1 par rapport au M2.

Tandis que les 2 premiers indicateurs sont utilisés pour démontrer la profondeur financière d'un marché, le troisième indicateur (le ratio de la mobilisation à long terme) montre l'importance des opérations bancaires à long terme et le degré de sophistication sur le marché financier.

En premier lieu, on va présenter les 3 tableaux élaborés par nos soins et concernant les 3 indicateurs ci-dessus.

Puis nous analysons les chiffres obtenus en répondant à la question suivante : Est-ce que les réformes financières menées au sein de nos trois pays ont réussi à améliorer le rôle du système financier en place et à augmenter la confiance des agents dans leur secteur bancaire?

---

<sup>8</sup> Liquidité domestique  $M2 = (1+2)$

1- L'offre de la monnaie M1

- La monnaie en circulation en-dehors du secteur bancaire.
- Les dépôts à vue en devises locales.

2- Quasi-monnaie :

- Les dépôts à terme et les comptes d'épargne en devises locales.
- Les dépôts à vue en devises étrangères.
- Les dépôts à terme et les comptes d'épargne en devises étrangères.

**Tableau 22.1 : Le ratio de monnaie en circulation / Dépôts après LF****En %**

	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02
Egypte	15,9	16,3	16,6	16,2	15,8	15,7	19,4	18,5	17,2	16,2	16,2
Jordanie	32,4	32,3	30,8	28,7	25,1	24,0	21,9	22,7	22,9	20,6	19,4
Liban	7,3	5,0	5,1	4,8	4,3	3,7	3,3	3,3	3,2	2,9	2,8
Argentine	32,9	28,5	26,6	27,4	23,5	20,8	18,7	18,2	16,1	14,2	23,3
Malaisie		10,8	12,7	11,9	12,1	12,6	6,7	7,4	6,3	6,1	6,1
Thaïlande		7,1	6,7	7,6	7,8	6,9	6,1	12,2	10,2	8,5	8,1

Source : IFS, IMF, Décembre 2003.

IFS, IMF, Year Book 2000.

**Tableau 23.1 : Le ratio M2/ PIB après LF****En %**

	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02
Egypte	84,5	84,7	84,6	76,1	75,2	76,9	78,5	74,0	77,0	81,4	87,8
Jordanie	118,6	113,6	106,7	104,2	98,9	100,4	96,9	107,9	112,5	116,6	119,5
Liban	124,0	119,5	127,7	126,9	141,6	151,1	162,9	179,7	199,2	210,7	217,9
Argentine		19,2	20,8	20,1	22,7	26,5	28,7	31,5	31,9	27,1	27,9
Malaisie		80,3	79,8	84,8	92,4	97,6	95,4	105,9	101,8	106,7	101,9
Thaïlande		78,4	78,6	80,8	80,8	91,7	103,0	108,2	105,6	103,7	99,2

Source: 1) M2 : [IFS, IMF, décembre 2003 et IFS, IMF, Year Book 2000];

2) PIB :

-Egypte :The Ministry of Planning ; CBE, Annual Report 2001 ; IMF Statistics ; Year Book 2000 .

-Jordanie : CBJ, Annual Report 2002-2003, Department of Statistics/ Statistical Year Book 2001.

-Liban : AMF Statistics 2002.

**Tableau 24.1 : Le ratio M1/ M2 après LF****En %**

	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02
Egypte	26,2	26,0	25,8	25,5	24,7	24,4	26,5	25,3	23,8	22,7	22,8
Jordanie	41,0	39,2	38,5	36,3	32,3	31,8	29,7	28,5	29,9	28,7	28,2
Liban	10,2	7,3	7,3	6,8	6,1	5,6	5,1	5,0	4,9	4,5	4,5
Argentine		33,3	30,6	32,0	30,8	27,7	25,1	24,5	21,9	21,7	32,4
Malaisie		34,8	36,0	33,7	31,7	30,1	21,6	23,7	23,2	23,5	23,8
Thaïlande		11,8	12,2	11,7	11,4	9,9	9,5	14,7	13,2	12,3	12,5

Source : IFS, IMF, décembre 2003 et IFS, IMF, Year Book 2000 .

Les tableaux [22.1, 23.1 et 24.1] nous montrent que :

- 1) Le ratio de la monnaie en circulation par rapport aux dépôts. L'importance de ce ratio donne une idée claire de la confiance des agents dans leur système bancaire. Plus il est bas, mieux le secteur bancaire réussit à collecter l'épargne nationale. Ce ratio est plus bas au Liban qu'en Egypte et qu'en Jordanie et même que dans les 3 pays de comparaison où il est en moyenne de 11,4% pendant la période 1993-2002. En Jordanie ce ratio a enregistré une amélioration pendant les 10 ans d'application de la libéralisation financière. Il a diminué progressivement pour atteindre 19,4% en 2002 comparé à 32,4% en 1992. Même le Liban qui avait un ratio très bas en 1992 (7,3%) a vu baisser ce taux jusqu'à 2,8% en 2002. L'Egypte maintient toujours un ratio moyen de 16,8%, ce qui est considéré comme un ratio acceptable. Ces ratios indiquent clairement que les pays observés possèdent un secteur bancaire sophistiqué inspirant la confiance publique et se différenciant nettement des autres pays de la région comme la Syrie, le Yémen ou l'Irak où ce ratio dépasse en moyenne 70%. Mais il faut rappeler que la hausse de ce ratio ne signifie pas toujours une baisse de la confiance des agents qui détiennent les billets dans leur secteur bancaire. Ceci peut s'expliquer par une préférence pour la liquidité.
  
- 2) Le deuxième indicateur également important pour mesurer la profondeur financière est le ratio  $[M2 / PIB]$  qui montre sans ambiguïté l'importance du système financier dans l'économie. Ce ratio est plus élevé en Jordanie et au Liban qu'en Egypte et que dans d'autres pays en voie de développement, ce qui montre un secteur financier approfondi. Ce ratio est très élevé au Liban où les gens préfèrent détenir leurs revenus

sous forme d'actifs liquides, ce qui est imputable à la dollarisation de l'économie. Les devises étrangères sont devenues les valeurs refuges par excellence [Ayoub (2003)]. La part de la masse monétaire dans le PIB en Egypte est la plus faible des pays étudiés et ce ratio n'a enregistré aucun progrès réel au cours des 10 dernières années, ce qui est imputable à la crise de liquidité dont a souffert l'économie égyptienne pendant la période 1995-2000. Cette crise s'est manifestée en 1999 par l'impuissance des banques à payer des grosses sommes dépassant 3 millions LE (Source : Al-Iktissad Wal-Aamal, 'magazine', n° 238, Oct. 1999, pp. 42-43). En effet, ce manque de liquidité tient à plusieurs raisons :

- a) La structure de l'investissement local qui était concentré dans l'investissement hypothécaire exigeant des durées bien supérieures pour que le capital (la valeur nominale de prêt) soit récupéré [Al-Jabali (2000)].
- b) Mohamad El-Barbari le conseiller de la BCE [(Source : Al-Iktissad Wal-Aamal 'magazine', n° 238, Oct. 1999, pp. 42-43) et Abd-el fatah El-Jabali (2000) s'accordent pour dire que l'augmentation de la dette publique –chiffrée à 244,7 milliards LE à la fin juin 2000- est due au déficit budgétaire peu maîtrisé, ce qui a obligé le gouvernement à s'endetter. Ils affirment que les banques étaient les principaux détenteurs des titres publics qui ont absorbé leurs liquidités.
- c) Al-Jabali (2000) ajoute un autre facteur, à savoir la balance des paiements – qui a enregistré un surplus au milieu des années 90. Le surplus a fondu au point de se transformer en un déficit de 3 milliards \$ à la fin 1999, résultat direct du déficit commercial et de la baisse des capitaux d'investissement en provenance de l'étranger.
- d) Certains experts financiers indiquent que la vraie raison du manque de liquidités sur le marché égyptien est le retrait de dépôts bancaires par les hommes d'affaires égyptiens voulant honorer leurs engagements et financer leurs projets (self-finance). Ce manque de liquidités résulte de la baisse des taux d'intérêt sur les dépôts bancaires et sur les certificats de dépôts qui a incité les investisseurs à utiliser leurs capitaux en-dehors des canaux bancaires traditionnels.

Pour résoudre ce problème, la BCE a progressivement injecté près de 2400 millions LE sur le marché par le rachat des bons du Trésor qui avaient été achetés

auparavant par les banques ; d'où l'augmentation du ratio M2 / PIB dans les années 2000-2002 [Voir Tableau 23.1]. (Source : Al-Iktissad Wal-Aamal ' magazine', n° 238, Oct. 1999, pp. 42-43).

- 3) Le Tableau 24.1 montre le ratio de mobilisation à long terme M1/M2 qui a baissé progressivement de 1992 à 2002. La Jordanie a réussi à le réduire à 41% en 1992, et même à 28,2% en 2002. Le Liban qui avait un ratio très bas en 1992 (10,2%) l'a, lui aussi, considérablement réduit : il n'était plus que 4,5% en 2002. En Egypte, ce ratio a été diminué en dépit de la crise de liquidité, mais cette baisse est relativement peu importante.

En général, ces ratios sont l'indication d'un secteur bancaire bien développé et ils illustrent la profondeur du secteur financier dans ces pays.

### 4.3. Les agrégats de crédit :

Les indicateurs d'agrégats de crédit qu'on va mesurer sont :

- 1) Le crédit accordé au secteur privé par rapport au crédit total.
- 2) Le crédit accordé au secteur public par rapport au crédit total.
- 3) Le crédit accordé par la banque centrale au secteur bancaire par rapport au crédit total.

Le premier indicateur reflète l'importance du secteur privé dans l'économie et les chances qu'il a de satisfaire son besoin de financement. En outre, il montre l'orientation du système bancaire vers le secteur privé et le point auquel les règlements nationaux contraignent le crédit, tel le niveau des activités dans le secteur privé. Par contre, le 2<sup>ème</sup> ratio indique principalement l'autre facette de la question. Il précise essentiellement la dominance ou non du secteur public dans les activités économiques. Enfin le troisième ratio montre le degré de dépendance du secteur bancaire envers les autorités monétaires.

L'Egypte s'est caractérisée par la domination du secteur public dans les activités économiques, avec près de 70% du crédit total accordé à ce secteur au début des années 90 [Tableau 27.1].

Après l'application des réformes financières à partir de 1992, le ratio du crédit au secteur privé par rapport au crédit total ne cesse de croître, passant de 30,7% en 1992 à 64,9% à la fin 2002 [Tableau 25.1]. Ce changement s'est produit grâce au programme de privatisation qui avait pour objectif de donner une place plus importante au secteur privé. En effet, le processus de privatisation est au cœur du PAS égyptien, qui a réussi à augmenter les profits des entreprises publiques. En 1994, 303 sociétés réalisaient un profit de 42 millions LE ; en 2000, 163 sociétés affichent 2468 millions LE de profit, à elles seules. A la fin 2000 l'Etat a vendu 140 sociétés pour une somme totale de 11,5 milliards LE, ce qui représente 3,4% de PIB (Source : Arab Banks Union, December 1999, pp. 61-71). Il est à noter qu'en 1993, 188 entreprises –représentant 62% des sociétés existant à l'époque- étaient considérées comme rentables, alors qu'en 2000, il n'y en avait 145, représentant 89% de la totalité des entreprises publiques (163 sociétés). Ainsi, le nombre des sociétés non rentables est tombé de 126 en 1993 à 18 seulement en 2000, ce qui a conduit le FMI à sélectionner le programme de privatisation égyptien comme l'un des plus réussis au monde (Source : Arab Banks Union, December 1999, pp. 61-71) .

En 2000 le gouvernement a décidé de diviser la recette de privatisation du secteur public en 2 parties [Source : Egyptian Business men's Association, Annual Report 2000]:

- 1) 50% pour financer le fonds qu'il a établi en 2000 pour reformer le secteur public pour :
  - a) Participer au règlement des dettes des établissements publics dues au secteur bancaire en particulier les 4 banques publiques dont la privatisation risque d'être un échec si le problème de leurs mauvaises dettes n'est pas résolu. Lacoue-Labarthe (1994) soulignent : « En effet, les nouvelles banques, nées de l'éclatement de la mono-banque d'Etat, héritent des dettes, ce qui les empêchent d'être suffisamment rentables ».
  - b) Financer un programme social pour aider les victimes du processus de privatisation.
  - c) Financer un programme de réformes administratives et techniques des entreprises publiques.
- 2) 50% pour financer le déficit budgétaire de l'Etat et diminuer la dette publique.

Alors, pour que le processus de privatisation soit à 100% réussi, le gouvernement doit privatiser les 4 banques d'Etat qui dominent le secteur bancaire et bien évidemment financent l'économie. Elles contrôlent les 2/3 des actifs et des dépôts bancaires ; détiennent la plupart des opérations financières des établissements publics et celles du gouvernement (Source : Al-Iktissad Wal-Aamal ' magazine', une édition spéciale, September. 1997, pp. 37-45).

Au Liban, à l'inverse du cas égyptien, le crédit alloué au secteur public a augmenté pendant 10 ans, au détriment du secteur privé, au point de représenter la moitié du crédit fourni par le système bancaire et ce, en l'absence quasi totale du secteur public dans l'économie libanaise [Tableau 27.1 et 28.1]. La cause en incombe principalement à la persistance d'une lourde dette publique provoquée par un déficit budgétaire chronique.

Malgré la libéralisation financière des politiques de crédit et un secteur bancaire bien développé en Egypte et au Liban, le ratio de crédit du secteur privé par rapport au crédit total oscillait entre 50% et 60% ces 7 dernières années (1996-2002) à cause de l'impact d'encombrement du secteur privé par le secteur public.

La Jordanie, comme l'Egypte, a adopté un programme de privatisation de son secteur public. Le gouvernement prévoit de privatiser sa propriété dans les sociétés publiques qui exercent

des fonctions commerciales, en particulier celles qui sont en concurrence avec le secteur privé -tels que des hôtels- ou celles qui monopolisent un domaine spécifique comme l'Autorité de l'électricité jordanienne (Source : Rapport de la Banque mondiale, Jordanie, mai 2000). Les entreprises publiques jordanienes ont été concentrées principalement dans les secteurs d'infrastructure (transport, électricité, eau et télécommunications). Parmi les 40 compagnies à l'origine visées par la privatisation, 34 ont été privatisées, soit 85%. A la fin 2000, le montant des privatisations a atteint plus de 850 millions \$, ce qui représente 11% du PIB.

Selon la loi de privatisation jordanienne, les recettes de ce processus doivent être investies dans plusieurs fonds dont l'objectif est de payer les dettes des sociétés publiques privatisées dues au secteur bancaire et de financer les projets de développement sociaux et économiques (Source : Privatisation : The Jordanian Success Story, The World Bank, Group A Quarterly Publication, Oct. 2001).

Le ratio du crédit accordé au secteur privé par rapport au crédit total s'est amélioré tout au long des 10 dernières années [Tableau 25.1]. En 2002, le ratio du crédit accordé au secteur public jordanien ne représente que 17,4% du crédit total, ce qui est le chiffre le plus bas de la région [Tableau 27.1].

Enfin, le tableau 29.1 nous montre le degré de dépendance du secteur bancaire envers les autorités monétaires. Il est évalué par le ratio du crédit fourni par la Banque centrale aux banques locales par rapport au crédit total. Nos trois pays montrent des ratios bas et décroissants, ce qui indique un niveau bas de dépendance pour leurs opérations à l'égard de la Banque centrale.

**Tableau 25.1 : Le crédit accordé au secteur privé par rapport au crédit total après LF comparé à celui de l'Argentine, de la Malaisie et de la Thaïlande**

**En %**

	92	93	94	95	96	97	98	99	2000	2001	2002
Egypte	30,7	33,9	38,7	44,8	49,3	53,3	56,8	59,8	59,2	59,8	64,9
Jordanie	64,2	72,9	77,7	81,5	84,9	87,6	82,4	85,1	86,2	85,6	82,6
Liban	68,0	66,1	64,7	66,3	61,2	56,8	54,8	54,5	50,2	45,0	46,3
Argentine		70,1	76,1	71,4	71,3	71,9	73,5	70,3	68,7	55,1	24,4
Malaisie		95,5	99,5	100,1	99,5	98,2	102,4	102,2	100,8	102,6	99,0*
Thaïlande		105,0	105,7	106,8	107,2	104,1	97,0	95,5	94,5	93,1	93,7

Source : IFS, IMF, décembre 2003 et IFS, IMF, Year Book 2000.

- octobre 2002.

**Tableau 26.1 : Le crédit accordé au secteur privé**

	92	93	94	95	96	97	98	99	2000	2001	2002
Egypte	34,202	40,451	52,155	70,501	88,381	110,381	140,325	166,252	182,968	204,858	251,405
Jordanie	2,068	2,423	2,894	3,334	3,494	3,664	3,939	4,141	4,324	4,802	4,922
Liban	4,899	5,942	7,873	10,440	13,026	16,039	19,322	21,573	22,872	22,888	23,672
Argentine		42,600	51,372	50,780	54,093	63,131	70,131	68,431	65,843	54,159	47,254
Malaisie		133,514	159,747	208,174	281,667	359,474	365,350	362,570	391,752	407,268	418,760 <sup>†</sup>
Thaïlande		2,688	3,502	4,350	4,978	6,500	5,983	5,642	5,164	4,787	5,195

Source : IFS, IMF, décembre 2003 et IFS, IMF, Year Book 2000.

- Egypte → en milliards de livres égyptiennes.
- Jordanie → en milliards de dinars jordaniens.
- Liban → en trillions de livres libanaises.
- Argentine → en milliards de pesos.
- Malaisie → en milliards de ringgits.
- Thaïlande → en trillions de baths.

\* octobre 2002.

**Tableau 27.1 : Le crédit accordé au secteur public par rapport au crédit total après LF comparé à celui de l'Argentine, de la Malaisie et de la Thaïlande**

En %

	92	93	94	95	96	97	98	99	2000	2001	2002
Egypte	69,3	66,1	61,3	55,2	50,7	46,7	43,2	40,2	40,8	40,2	35,1
Jordanie	35,8	27,1	22,3	18,5	15,1	12,4	17,6	14,9	13,8	14,4	17,4
Liban	32,0	33,9	35,3	33,7	38,8	43,2	45,2	45,5	49,8	55,0	53,7
Argentine		29,9	23,9	28,6	28,7	28,1	26,5	29,7	31,3	44,9	75,6
Malaisie		4,5	0,5	-0,1	0,5	108,0	-2,4	-2,2	-0,8	-2,6	1,0*
Thaïlande		-5,0	-5,7	-6,8	-7,2	-4,1	3,0	4,5	5,5	6,9	6,3

Source : IFS, IMF, décembre 2003 et IFS, IMF, Year Book 2000.

\* octobre 2002.

**Tableau 28.1 : Le crédit accordé au secteur public**

	92	93	94	95	96	97	98	99	2000	2001	2002
Egypte	77,109	78,827	82,750	86,799	90,848	96,931	106,870	111,761	126,036	137,484	171,532
Jordanie	1,153	0,902	0,829	0,755	0,620	0,520	0,841	0,785	0,692	0,811	1,040
Liban	2,301	3,052	4,301	5,305	8,253	12,183	15,913	17,982	22,701	27,975	27,442
Argentine		18,211	16,182	20,368	21,781	24,628	25,241	28,960	29,947	44,072	146,323
Malaisie		6,323	0,844	-0,190	1,513	6,783	-8,658	-7,692	-3,129	-10,120	4,336*
Thaïlande		-0,129	-0,190	-0,277	-0,335	-0,255	0,183	0,264	0,302	0,357	0,349

Source : IFS, IMF, décembre 2003 et IFS, IMF, Year Book 2000.

- Egypte → en milliards de livres.
- Jordanie → en milliards de dinars.
- Liban → en trillions de livres.
- Argentine → en milliards de pesos.
- Malaisie → en milliards de ringgits.
- Thaïlande → en trillions de baths.
- octobre 2002.

**Tableau 29.1 : Le ratio du crédit accordé par la Banque centrale au secteur bancaire par rapport au crédit total après LF comparé avec celui de l'Argentine, la Malaisie et le Thaïlande**

**En %**

	92	93	94	95	96	97	98	99	2000	2001	2002
Egypte	9,2	11,6	10,6	9,5	8,3	7,1	4,3	3,5	3,1	2,9	2,3
Jordanie		10,5	9,9	9,0	9,7	8,6	7,3	6,6	6,3	5,9	5,0
Liban	2,3	2,1	1,4	1,8	0,5	0,3	1,0	1,0	1,6	1,5	3,4
Argentine		37,0	33,3	33,9	2,8	2,0	2,2	2,2	2,0	6,1	12,8
Malaisie		3,4	3,8	3,3	1,5	7,6	1,3	1,2	1,0	0,9	1,2*
Thaïlande		1,8	2,0	2,1	2,9	12,0	11,0	8,0	9,1	7,0	8,6

Source :

- 1) Jordanie : (1992-2001) → Claims on Deposit- Money Banks, Balance Sheet of the Central Bank of Jordan, Department of Statistics, Statistical Year Book 2001 and Statistical Year Book 1997.  
Jordanie: (2002) Claims on Deposit- Money Banks, CBJ, Annual Report 2002.
- 2) Le reste des pays : IFS, IMF, décembre 2003 et IFS, IMF, Year Book 2000.

\* octobre 2002.

## Conclusion du chapitre 1

Une politique de libéralisation financière qui vise à améliorer l'intermédiation financière 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 qui s'accompagne d'une supervision et d'une régulation prudentielle adéquate du système financier.

Par ailleurs, un système financier efficace doit être adapté au niveau du développement économique (aux besoins des agents économiques), comme on l'a vu dans le cas coréen, afin d'effectuer une allocation efficace des ressources et de canaliser l'épargne vers l'investissement. D'ailleurs, les réformes financières ne doivent ni ignorer la nature du système financier en place, ni son poids dans le financement des activités économiques.

En conclusion, on peut dire que les trois pays d'étude ont réussi à améliorer la plupart de leurs indicateurs financiers après avoir mené des réformes financières pour libérer leur système financier des restrictions imposées par la politique de répression financière pratiquée dans les années 1970 et 1980. Cette amélioration se manifeste par des valeurs réelles positives des taux d'intérêt, une baisse de la marge d'intérêt, l'utilisation de plus en plus fréquente par les autorités monétaires d'instruments indirects à la place des instruments directs. De telles mesures contribuent à diminuer le ratio des réserves obligatoires afin de libérer une partie importante des ressources bancaires. L'augmentation du capital minimum des banques et l'application stricte du ratio de fonds propres ont également contribué à consolider leur secteur bancaire face aux risques. L'augmentation de la confiance accordée au système financier s'est manifestée par la baisse du ratio moyen de la monnaie en circulation par rapport aux dépôts dans les 3 pays. Cette tendance a conduit les agents économiques à détenir leurs revenus sous forme de dépôts bancaires, d'où l'augmentation rapide du ratio M2 / PIB.

Dans le chapitre suivant, nous aborderons l'analyse du système financier dans les trois pays étudiés : l'Égypte, la Jordanie et le Liban. Nous nous intéresserons au poids qu'occupe chaque secteur financier dans le financement de l'économie pour savoir si ces réformes, dans le cadre de la politique de libéralisation financière, ont plutôt contribué au développement bancaire ou au développement boursier. Est-ce que ces réformes ont donné une place plus importante au développement du secteur bancaire ou au développement de la Bourse ?

Auparavant nous aborderons les différentes composantes du système financier et le rôle important qu'il exerce dans l'économie en nous appuyant sur la théorie de la croissance endogène. L'objet est de savoir quel type de système financier sera le plus efficace dans le financement des activités économiques, en particulier dans les PVD.

## **Chapitre 2**

**Le lien entre développement financier et  
développement économique.**

**Choix d'un système financier efficace**

## CHAPITRE 2

### Introduction

Dans ce chapitre, nous nous intéresserons à la place occupée par le secteur bancaire et par le marché boursier dans le financement des projets de trois pays du Moyen Orient : la Jordanie, l’Egypte et le Liban particulièrement, qui ont procédé à la libéralisation de leurs systèmes financiers. Notre objectif vise à identifier le système financier le plus approprié pour ces pays en voie de développement, le système basé sur les banques ou celui basé sur les marchés.

Nous aborderons les différentes composantes du système financier et évaluerons l’importance de ce dernier dans l’économie en nous appuyant sur l’approche fonctionnelle de Levine (1997). Il est au cœur de notre débat de savoir quel type de système financier doit être adopté par les pays qui choisissent de libéraliser leur économie et leur sphère financière dans le but d’avoir un système financier capable d’assurer une allocation efficace des ressources. Autrement dit, quel système sera le plus efficace, le système financier basé sur les banques ou celui basé sur les marchés financiers?

Dans la 1<sup>ère</sup> section de ce chapitre, nous allons présenter les différentes composantes du système financier et les différents types de financement. Ensuite dans la 2<sup>ème</sup> section, nous étudierons la théorie de l’intermédiation financière grâce à l’approche fonctionnelle employée par les économistes de l’école de la croissance endogène qui se focalise sur les fonctions exercées par les entités du système financier afin d’améliorer l’allocation des ressources. Nous examinerons comment elles ont permis aux sources internes (les agents et leur comportement) d’intervenir dans le processus de croissance par leur rôle d’accumulation du capital productif. C’est par le biais de l’approche fonctionnelle de Levine (1997) que nous expliquerons l’émergence des intermédiaires financiers et des marchés financiers en mettant en exergue deux facteurs : le coût d’information et le coût des transactions. En revanche, cette approche de Levine s’est révélée incapable d’expliquer l’augmentation de l’intermédiation financière ces dernières années, malgré la diminution du coût d’information et du coût des transactions pendant ces 20 dernières années. Une nouvelle approche d’Allen & Santomero (1998) explique les nouveaux rôles des intermédiaires financiers par 2 facteurs : la gestion des risques et le coût de participation. Pourtant Scholtens & Wensveen (2000) ont critiqué l’approche précédente en affirmant que le risque est toujours à l’origine de l’intermédiation

financière. Ils pensent que la valeur ajoutée (la transformation de maturité, la liquidité, la diminution de risque et une haute qualité d'actif) doit être le sujet majeur d'une théorie moderne de l'intermédiation financière.

Les travaux empiriques qui examinent la relation entre développement financier et développement économique seront présentés en détail dans la 2<sup>ème</sup> section de ce chapitre. Il s'agit de [Levine (1991), King & Levine (1993 a,b,c), Atje & Jovanovic (1993), Levine (1997), Levine & Zervos (1995, 1996 et (1998), Arestis & Demetriades (1997), Arestis, Demetriades & Luintel (2001), Andersen (2003) et Beck & Levine (2004) et d'autres]. En effet, les différentes études empiriques ont bien montré un lien positif entre développement financier et développement économique mais la question qui fait toujours débat est : quel système financier doit être privilégié dans le financement de l'économie? Est-ce que les pays doivent donner une place plus importante aux marchés financiers par rapport aux banques dans la structure de leur système financier ou bien, doivent-ils toujours donner aux banques un rôle plus grand que celui joué par les marchés financiers? [Diamond (1984) (1997), Diamond & Dybvig (1983), Hellwig (1991), Amable & Chatelain (1995 b), Lewis (1992), Sheifer & Vishny (1997), Allen & Gale (1995) et Boot & Thakor (1997)].

Dans la 3<sup>ème</sup> section, nous présentons la structure du système financier au sein des 3 pays étudiés en nous focalisant sur le secteur bancaire et les bourses vu leur rôle majeur dans le développement financier et économique [King & Levine (1993 a, b, c), Atje & Jovanovic (1993), Levine (1997), Levine & Zervos (1998), Beck & Levine (2004)]. Notre démarche consiste à voir quel système domine les activités économiques au sein de ces pays.

Dans la 4<sup>ème</sup> et dernière section de ce chapitre, nous étudierons, par le biais d'une approche théorique, le système financier qui devrait être adopté, reposant sur le choix libre des agents économiques à besoin de financement et sur ceux à capacité de financement dans une économie libérée de ses restrictions.

Le modèle théorique de Boot & Thakor (1997) est considéré comme un premier essai pour comprendre à la fois le mécanisme d'émergence des banques et du marché financier au sein de l'économie. Il aide aussi à comprendre quel type de financement les agents à capacité de financement préfèrent pour désigner la structure optimale du système financier efficace. L'objectif est d'identifier celui qui doit être privilégié dans les pays en voie de développement comme l'Egypte, la Jordanie et le Liban où les emprunteurs ont une faible réputation du crédit et où les informations sur les firmes sont peu diffusées.

A cet égard, il est important de vérifier si des structures financières différentes (développements financiers différents) sont associées à des taux de croissance différents (développements économiques différents).

## **Section 1. Le financement de l'économie**

Rappelons les différents types de financement de l'économie afin de mieux comprendre l'intermédiation financière par l'approche fonctionnelle employée pour expliquer l'émergence des intermédiaires financiers et des marchés financiers (section 2).

### **1.1. Le 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.

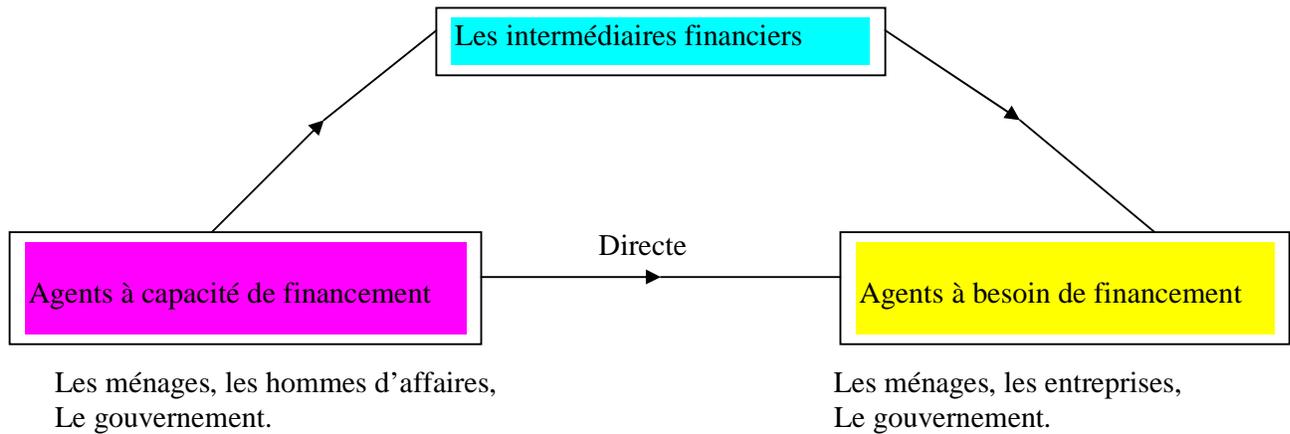
Les agents sont des :

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

Les mécanismes :

- 1) Finance indirecte où les intermédiaires financiers assurent un lien permanent entre les agents à capacité de financement et ceux à besoin de financement. Les intermédiaires financiers comme les banques ont un rôle de collecteur de l'épargne disponible puis ils réinjectent les fonds collectés aux emprunteurs.
- 2) Finance directe: en revanche, dans la finance directe, l'intermédiaire financier ne joue aucun rôle entre le prêteur et l'emprunteur (seulement parfois pour une brève période). Les créances (titres) émises par les agents à besoin de financement sont vendues directement aux agents à capacité de financement.

**Figure 1.2 : Le système financier**



Sources : Jawarneh T , “La bourse jordanienne et son importance dans l’économie jordanienne”, Mémoire de Master, Faculté d’économie et des sciences administratives, Université jordanienne, 1984.

En fait, la figure ci-dessus ignore le 3<sup>ème</sup> 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 :

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

Il y a une corrélation entre l'échéance des crédits et le niveau de l'activité économique. 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 [El-Husseini F & El- Douri M (2000)].

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 [Sonoqrot (2003)]. 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)].

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 (1984)].

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. 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 [Lacoue-Labarthe (1993)].

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 insolubles (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 (1998)].

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.

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 (1991)].

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. Le financement externe des activités

Il faut souligner que chaque entreprise a deux choix de financement :

1) Le financement interne (self finance) : le financement par ressources propres. L'autofinancement semble être le moins coûteux des financements, cependant il comporte quand même un coût ou plutôt il fait courir le risque d'un "manque à gagner" que les économistes appellent le **coût d'opportunité**. En achetant un équipement à partir de son épargne, un agent renonce à une autre utilisation possible de cette épargne, par exemple un placement financier. Si les placements financiers rapportent davantage que l'investissement prévu, il y a un manque à gagner entraîné par la dépense d'équipement (différence entre les deux taux de rendement).

2) Les sources du financement externe se composent du financement bancaire et du financement par le marché.

Les entreprises recourent à l'endettement extérieur si leurs ressources propres seules ne suffisent pas à financer leurs projets. En général, on remarque que les entreprises ne dépendent pas totalement de leurs ressources propres. Elles essaient de nourrir leur capital de roulement (working capital) par l'endettement auprès des banques, par exemple. [El-Husseini & El- Douri (2000)].

Nous allons présenter les 2 types de financement externe :

- a) le financement par les intermédiaires financiers.
- b) le financement par le marché.

### 1.2.1. Le financement indirect par les intermédiaires financiers

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

### **1.2.1.1. Le financement bancaire**

Les banques commerciales occupent une place importante dans le financement à court terme et à long terme puisqu'elles assurent le financement nécessaire pour soutenir les activités commerciales et industrielles des entreprises [Abed El-Aziz (1997)]. Les banques peuvent financer les entreprises par 2 moyens :

#### **1- Le crédit bancaire :**

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

Le crédit bancaire a plusieurs avantages pour les entreprises endettées [El-Husseini & El-Douri (2000)] :

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

Mais les banques prennent beaucoup de risques, comme par exemple quand les débiteurs ne respectent pas leurs engagements et cessent de payer leurs dettes ainsi que les intérêts dûs. Par ailleurs, il y a le risque du taux d'intérêt à cause de la variation non anticipée des taux d'intérêt. Il faut y ajouter le risque de change, le risque de liquidité, le risque réglementaire, le risque opératoire, le risque technique et le risque de fraude [Goyeau & Tarazi (1992)]. Les banques peuvent réduire le risque du crédit par la diversification et le risque de taux d'intérêt par l'application du taux d'intérêt flottant -Floating Interest Rate- [Kohn (1991)].

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

Les banques d'investissement sont des établissements principaux qui jouent le rôle de l'intermédiation financière dans le marché primaire et son activité principale est d'être un intermédiaire entre les émetteurs des titres et les investisseurs dans ces titres [Clarck (1993)].

Les banques d'investissement prennent le risque de la baisse des prix des titres financiers mais souvent elles réalisent des gains provenant de la différence entre le prix d'achat de

l'émetteur et le prix de vente de l'investisseur (le détenteur). D'ailleurs, ces banques offrent des services importants aux entreprises émettrices d'actions en assurant la vente totale de toutes leurs émissions [Jacob (1988)].

Il existe des banques d'affaires qui n'utilisent que leurs fonds propres pour participer au capital des entreprises [Lacoue-Labarthe (1993)].

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

Il faut souligner que dans la plupart des pays, il y a une séparation entre les banques de dépôts et les banques d'affaires qui sont autorisées à investir jusqu'à 100% de leur capital pour acheter les titres des entreprises. Par contre, dans plusieurs pays, l'apparition des banques universelles a permis aux banques commerciales d'investir jusqu'à 25% de leur capital dans l'acquisition des titres des entreprises à long terme [Lacoue-Labarthe (1994)].

#### **1.2.1.2. Le financement par les institutions financières non bancaires**

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

### **1.2.2. Le financement direct par le marché : les marchés financiers**

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

L'intérêt d'un marché financier bien organisé est d'améliorer les conditions du crédit bancaire pour les entreprises listées ; car cela réduit le taux d'endettement par rapport aux droits de propriété qui les rendent moins risquées et plus attirantes du point de vue des banques. De plus, le marché financier permet aux banques d'obtenir toutes les informations nécessaires sur l'entreprise qui demande le crédit [Hariz (1999)]. Il ne faut pas perdre de vue que la grande majorité des entreprises n'ont pas une taille suffisante pour accéder aux marchés financiers, elles ne disposent donc que de l'autofinancement ou du crédit bancaire.

En effet, *le marché financier* est l'un des compartiments du marché des capitaux qui est défini comme l'ensemble des établissements et le mécanisme dont l'objectif est de fournir le financement à moyen et long terme. Ce marché est considéré, de loin, comme le plus grand et le plus important car il comprend tous les autres marchés financiers [Dougall, Gaumitz (1980)].

On distingue deux types de marchés des capitaux :

#### **1) Le marché monétaire**

C'est le marché des capitaux à court terme où s'échangent des titres contre des liquidités.

Ce marché est réservé aux investisseurs institutionnels, essentiellement les banques et les sociétés d'assurance, qui se prêtent des capitaux sur des échéances de courte durée. Il existe aussi un compartiment où des entreprises peuvent émettre des billets de trésorerie où y placer des excédents de trésorerie.

Ce marché permet aux intervenants de trouver des sources de financement pour des besoins liés à des décalages de trésorerie à court terme. Ce marché se spécialise dans les instruments à court terme qui ne dépassent pas 24 mois, en général. Ces instruments se caractérisent par la liquidité et la possibilité de les revendre sans grandes pertes, par exemple, les certificats de dépôts [Robbins (1966)].

Dans le cas où le besoin de financement concerne une échéance plus longue, l'agent en déficit de financement s'adressera au marché financier.

Il faut mentionner que sur ce marché, la Banque centrale utilise les instruments indirects comme le rachat des bons du Trésor et l'émission des certificats de dépôt pour influencer la liquidité et les taux d'intérêt.

## 2) Le marché financier

C'est le marché des capitaux à long terme où s'échangent les titres de valeur mobilière. Ce marché comprend des titres financiers moins liquides et à termes plus longs par rapport au marché monétaire [Bodie, Kone, Marcus (1999)].

On distingue deux compartiments:

a) le **marché primaire** (*marché à l'émission*) sur lequel sont cédés les titres nouvellement émis par les agents à besoins de financement.

b) le **marché secondaire** (la Bourse) sur lequel ces titres sont échangés entre agents économiques. C'est le marché où la circulation des titres se fait entre le détenteur des titres et un autre investisseur par la vente au temps précis [Al-Bassat (1975)].

Les agents économiques qui interviennent sur ce marché pour obtenir des capitaux peuvent soit émettre des actions (**marché boursier**) soit émettre des obligations (**marché obligataire**) où les agents économiques s'échangent des parts des obligations émises par les emprunteurs.

*Une action* représente une part du capital d'une société, ce qui donne droit à vote et à une part du bénéfice de l'entreprise (dividendes).

*Une obligation* est une part d'emprunt donnant droit à la perception d'un intérêt. Le prêteur récupère son capital lorsque l'obligation arrive à échéance.

On peut mesurer le développement de ce marché secondaire du capital selon 2 indicateurs : «la capitalisation du marché», c'est-à-dire la valeur des titres cotés dans ce marché et le taux de cette capitalisation par rapport au PIB [Hariz (1999)].

Le marché financier exerce ainsi deux fonctions essentielles:

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

2- Il permet ensuite la négociation des titres et leur liquidité [Caudamine & Montier (1998)].

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

Dans la section suivante, nous verrons comment l'approche fonctionnelle de Levine (1997), dans le cadre des modèles de croissance endogène, va permettre aux sources internes (les agents financiers et leur comportement) de devenir des déterminants de la croissance économique en intervenant dans le processus de la croissance par leur rôle d'accumulation du capital productif. Autrement dit, comment le développement du système financier peut-il influencer le taux de croissance économique?

## **Section 2. Les arguments théoriques de l'émergence des intermédiaires financiers et des marchés financiers**

Cette section sera consacrée aux arguments de la théorie de l'intermédiation financière et aux rôles joués par les différentes composantes du système financier dans le financement des projets économiques afin d'aboutir à une croissance soutenue.

Selon le modèle d'Arrow-Debreu, les intermédiaires financiers existent à cause des imperfections du marché. Si les marchés étaient parfaits, les intermédiaires financiers perdraient leur fonction et le sens de leur existence parce que les agents à besoin de financement et ceux à capacité de financement possèderaient toutes les informations nécessaires pour agir seuls, directement, sans aucun coût, ni empêchement. Alors, quand les marchés sont parfaits, l'allocation de ressources est Pareto efficiente et les intermédiaires financiers ne jouent aucun rôle. Donc, ce sont les forces des marchés financiers qui permettent une allocation efficace des ressources. Or, les intermédiaires financiers existent depuis longtemps et jouent un rôle important dans la transformation de l'épargne en investissement (actif réel). McKinnon (1973) et Shaw (1973) montrent que le développement d'intermédiaires financiers a tendance à développer les marchés financiers eux-mêmes. Représentés spécialement par les banques et les compagnies d'assurance, ils ont une longue histoire et jouent depuis longtemps un rôle primordial dans le financement de la plupart des pays. Les marchés financiers sont devenus très importants aujourd'hui. Il faut rappeler que ces marchés sont particulièrement actifs dans plusieurs pays, essentiellement les Etats-Unis et le Royaume Uni.

Il est intéressant de savoir que toutes les théories de l'intermédiation financière ont été construites grâce à des modèles d'allocation de ressources basés sur les marchés parfaits et complets. La théorie de l'intermédiation financière suppose que ce ne sont pas les marchés eux-mêmes qui sont à l'origine de l'existence ou de l'émergence des intermédiaires financiers mais leurs frictions comme l'asymétrie d'information et le coût de transaction.

L'approche fonctionnelle (fonctional approach) est employée par Levine (1997) pour expliquer l'émergence des intermédiaires financiers et des marchés financiers ainsi que leur rôle dans la sphère économique à partir de ces deux frictions.

**Figure 2.2 : L'Approche Fonctionnelle pour Finance et Croissance de Levine**



Source: Levine (1997) "Financial development and economic growth", *Journal of Economic Literature*, vol. 35, June, pp. 688-726.

Merton & Bodie (1995) donnent raison à l'approche utilisée par Levine en confirmant que le système financier doit être analysé au moyen d'une perspective fonctionnelle basée sur les services offerts par le système financier et non une perspective institutionnelle qui se focalise sur les activités des institutions déjà existantes, comme les banques et les compagnies d'assurance. Oldfield & Santomero (1997) affirment que, sur la durée, les services financiers (fonctions) sont plus stables que les institutions elles-mêmes qui offrent ces services. Cette approche fonctionnelle nous permet d'expliquer la relation entre la structure financière et le fonctionnement du système financier.

Levine (1997) indique que les 2 moteurs de la croissance économique sont l'accumulation du capital et le progrès technique. Sa contribution importante sont les 5 fonctions par lesquelles le développement du secteur financier peut agir sur la croissance économique. En fait, le modèle de Solow indique bien que le moteur unique de la croissance économique continue est le progrès technique qui est censé s'accroître à un taux exogène. Bien que la théorie néo-classique de la croissance économique confirme l'importance de l'innovation technologique pour une croissance économique contenue, elle n'explique pas les facteurs qui induisent le progrès technique. Alors pour mieux comprendre la croissance à long terme nous devons savoir ce qui influence le progrès technique. Cette question est le point de départ de la théorie de la croissance endogène.

La théorie de la croissance endogène confirme que le progrès technique est un produit endogène du système économique, contrairement à ce que soutient la théorie néoclassique, soit un résultat de forces induit de l'extérieur [Romer (1986), Lucas (1988), Barro (1991), Levine (1991), Greenwood & Jovanovic (1990)]. La plupart des théoriciens de la croissance endogène utilise l'équation de AK. Dans leurs modèles, ils considèrent le progrès technique comme un facteur indépendant qui peut être influencé par plusieurs variables endogènes réagissant sur la croissance ; par exemple, utiliser les variables financières peut promouvoir le progrès technique afin d'accélérer la croissance.

Tandis que la théorie de la croissance endogène explique les forces qui influencent le changement technologique, la théorie de la croissance néoclassique le suppose comme exogène.

Les indicateurs de développement financier sont traités comme des variables endogènes qui expliquent l'accumulation du capital et le progrès technique. Autrement dit, *ce sont des*

*sources de la croissance économique*<sup>9</sup>. La théorie de la croissance endogène permet au secteur financier de jouer un rôle important sur les 2 moteurs de la croissance: l'accumulation du capital et la diffusion de nouvelles technologies. Levine (1997) indique que le secteur financier joue un rôle primordial dans l'adoption des meilleures technologies qui par conséquent encourage la croissance. Il pense que l'accumulation du capital et l'innovation technologique dépend de rôle du secteur financier dans la mobilisation de l'épargne qui augmente avec un secteur financier bien développé. Andersen (2003) confirme qu'un système financier développé peut offrir davantage de services financiers, ce qui stimule la concurrence et s'accompagne d'externalités positives : «Une concurrence accrue a tendance à être plus efficace et à offrir des avantages tels que la baisse des prix, une qualité supérieure et une productivité plus élevée. Quand les banques étrangères obtiennent l'autorisation d'opérer sur le marché intérieur, les taux d'intérêt et les frais bancaires peuvent être abaissés, la pression sur le crédit relâchée, ce qui ouvre le marché à plusieurs acteurs. Un secteur des services financiers en augmentation peut stimuler le marché du travail et en conséquence, favoriser la croissance économique». («More competition tends to be more efficient and offers advantages such as lower prices, higher quality and higher productivity. When foreign banks are permitted in the domestic market, interest rates and bank taxes can be lowered and credit constraints decreased, which opens the market for several actors. An increased financial services sector can result in higher employment, and thereby have a positive growth influence»).

Comme nous venons de le voir dans la section précédente, les banques, grâce à la loi des grands nombres, peuvent offrir la liquidité aux déposants en permettant aux investisseurs d'emprunter à long terme [Fry (1997)]. Alors par la diminution des risques de liquidité, les banques participent à la hausse de l'investissement dans les projets productifs à long terme qui, à leur tour, agissent positivement sur la croissance [Bencivenga & Smith (1991)]. Par contre, l'émergence du marché financier est imputable à sa fonction de réduction du risque de liquidité. Facilitant l'échange entre le détenteur d'actions et l'acheteur, il diminue le risque de liquidité en diminuant le coût de transaction, ce qui va encourager l'investissement dans les projets non liquides avec un revenu élevé. Jacklin (1987) confirme que si un marché financier liquide et actif existe, où les agents peuvent librement échanger, alors personne ne recourt aux banques. Les banques n'émergent que dans le cas où les obstacles empêchent les marchés d'offrir une liquidité suffisante.

---

<sup>9</sup> Annexe n° 1 (Les sources de la croissance économique).

Merton (1989) affirme que les intermédiaires et les marchés financiers peuvent faire les transactions à un coût proche de zéro tandis que pour les individus le coût de transaction est plus élevé.

Alors, les intermédiaires et les marchés financiers ont un avantage sur les individus puisqu'ils permettent le partage du coût de transaction. En bref, un système financier qui diversifie les risques et baisse le coût de transaction tend à orienter l'investissement vers les projets qui ont un revenu anticipé plus élevé.

En même temps, Levine (1997) explique que l'individu qui veut investir son épargne dans un projet n'a peut-être pas le temps suffisant, la capacité ni même les moyens pour obtenir toutes les informations nécessaires concernant l'entreprise, les gestionnaires et les conditions économiques. Un coût d'information élevé empêche le capital d'être investi dans un projet avec une rentabilité élevée. Levine suppose qu'il y a un coût fixe pour acquérir l'information relative au projet. Chaque investisseur individuel doit le payer. Pour contourner ce coût, un groupe d'investisseurs peut se joindre à un intermédiaire financier afin d'économiser sur ce coût qui améliore l'allocation des ressources. En fait, le coût d'acquisition de l'information incite les intermédiaires à émerger [Diamond (1984)]. Il indique que les intermédiaires financiers peuvent résoudre le problème d'asymétrie de l'information grâce à leur fonction de moniteur délégué (delegated monitor) qui économise sur le coût de contrôle. Ainsi les emprunteurs sont-ils contrôlés par l'intermédiaire financier seul et non pas par tous les déposants qui sont des investisseurs minimisant le coût de contrôle. Ce moniteur, normalement les gestionnaires, est délégué par les déposants et désigné par les actionnaires mais la question qui se pose alors : qui contrôle le contrôleur ? Diamond (1984) suppose que la banque qui finance un grand nombre de firmes diversifie les risques et promet un taux fixe aux déposants qui n'ont plus besoin de contrôler la banque. A cet égard on pense que la banque centrale doit être le contrôleur des banques et de leurs activités au moyen de règles qui doivent être respectées par les gestionnaires de toutes les banques.

D'autre part, les marchés financiers liquides, grands et efficaces, diffusent les informations sur les firmes par le prix des actions. Chaque investisseur n'a pas le temps suffisant pour évaluer la firme dans laquelle il veut placer son argent. Il peut alors observer le prix des actions qui reflète les informations obtenues par les autres [Levine (1997)]. Alors, plus les marchés financiers sont importants et liquides, plus les informations sur les projets sont abondantes, ce qui améliore l'allocation des ressources et augmente la croissance économique. Bhidé (1993) affirme que la liquidité des marchés financiers et leur bon

fonctionnement permettent d'obtenir le contrôle des firmes par les investisseurs hostiles (attaques hostiles). Ces derniers cherchent des gains rapides qui, à leur tour, vont augmenter le cours des actions. Arrivés à ce stade, ils les vendent massivement grâce au faible coût de transaction qui entraîne une baisse du cours des actions, ce qui affecte l'efficacité de l'allocation des ressources.

C'est autour de 2 facteurs (le coût d'information et le coût de transaction) que la théorie de l'intermédiation explique le rôle, le fonctionnement et l'existence des intermédiaires financiers. Ces 2 facteurs expliquent de manière satisfaisante l'intermédiation traditionnelle mais non pas l'évolution au sein de la sphère financière. Malgré le fait que le coût de transaction et le coût d'information ont été bien diminués ces dernières années, l'intermédiation financière n'a cessé d'augmenter. Autrement dit, malgré la baisse de ces 2 coûts, la théorie traditionnelle de l'intermédiation financière n'arrive pas à expliquer pourquoi les agents à capacité de financement continuent à déposer leur argent dans les banques au lieu de choisir seuls leurs investissements. Dicki et Bond (1999) affirment que «Dans les pays avancés où les formes traditionnelles d'intermédiation laissent la place à de nouvelles méthodes pour répondre à la demande de services financiers, les IFNB font de plus en plus concurrence aux banques, ce qui a augmenté le coût de dépôt des banques réduisant ainsi leurs marges. Les banques cherchent également à résister à ces pressions concurrentielles en élargissant leur sphère d'activités à de nouveaux domaines, comme la gestion de fonds».

Allen & Santomero (1998), dans leur article 'The theory of financial intermediation' expliquent le nouveau rôle des intermédiaires financiers à partir de 2 facteurs :

- 1) La gestion du risque (risk management).
- 2) Le coût de participation.

Ils désignent les 2 nouvelles fonctions que remplissent les intermédiaires financiers :

- 1) Faciliter le transfert de risque (facilitators of risk transfer / sound risk management)<sup>10</sup>.
- 2) Faciliter la participation sur le marché.

---

<sup>10</sup> **sound risk management** includes standards, processes, and systems for ensuring appropriate direction and oversight by directors and senior managers, adequate internal controls and audits, management of risks, the evaluation of bank performance, the alignment of remuneration with appropriate business objectives, and management of capital and liquidity positions.

Ils soutiennent que l'accélération des innovations financières dans les années 1970 et 1980 a permis l'introduction de nouveaux produits financiers comme *les swaps*<sup>11</sup>, *les titres hypothécaires et les options*<sup>12</sup>. En fait, l'augmentation de l'approfondissement des marchés financiers a été le résultat de l'augmentation de l'utilisation de ces instruments par les intermédiaires financiers et les entreprises. La part d'actifs traditionnels portée par les banques et les compagnies d'assurance diminue. Les banques qui ne sont plus un simple intermédiaire entre les déposants et les emprunteurs, créent et utilisent les instruments financiers, soit pour attirer et collecter les fonds, soit pour investir dans ces instruments. La gestion des risques est au cœur de l'intermédiation financière. Les intermédiaires financiers sont priés d'absorber le risque par la spécialisation dans la production d'informations et par la diversification du crédit. La gestion du risque comme une fonction importante des intermédiaires financiers est accompagnée par la croissance de nouveaux instruments financiers parmi lesquels les 3 mentionnés ci-dessus. Ces nouveaux produits financiers caractérisent le nouveau rôle des intermédiaires financiers comme «transfèreurs de risque ». Allen et Santomero (1998) avancent 4 raisons pour l'importance de la gestion du risque :

- 1) L'intérêt personnel des gestionnaires
- 2) La non linéarité des impôts
- 3) Le coût excessif d'une crise financière
- 4) L'existence des imperfections du marché de capital.

Les mesures préventives contre la faillite, due aux facteurs financiers ou monétaires, sont l'une des raisons les plus rationnelles de la gestion de risques financiers. En effet la gestion du risque financier a pour objectif de protéger la firme contre les chocs monétaires comme par exemple le taux de change ou les fluctuations non anticipées des taux d'intérêt. En effet, les mauvais résultats des firmes dégradent le bilan de la banque et peuvent provoquer le risque de faillite.

Cette analyse n'échappe pas à la critique. Scholtens & Wensveen (2000) maintiennent que la gestion des risques n'est pas devenue plus importante dans les 10 ou 20 dernières années mais

---

<sup>11</sup> **Un swap** est un contrat par lequel on échange deux ensembles de valeurs financières, bien que les swaps ne soient pas stricto sensu des instruments financiers, ils font l'objet d'un marché très actif (Priolon (2004)).

<sup>12</sup> **Les options** sont des droits à acheter (ou vendre) à un certain prix, à une date future, une certaine quantité de marchandises, toute cession d'un droit a fait l'objet, de la part d'une contrepartie, d'un engagement irrécouvrable à vendre (ou acheter) la marchandise au détenteur de l'option si celui-ci désire exercer son droit (Priolon (2004)).

que le risque est depuis toujours à l'origine de l'intermédiation financière. La transformation et la gestion des risques sont au cœur de la fonction des banques et des compagnies d'assurance.

A propos de la 2<sup>ème</sup> nouvelle fonction de l'intermédiation financière, Allen & Santomero (1998) montrent que la part de fonds mutuels américains dans les actions de firmes (equity ownership of mutual funds) par rapport à celle des ménages américains investie dans les entreprises, est passée de 5% en 1980 à 25% en 1995. Ce changement peut être expliqué par le coût de participation. Le fait que le coût d'échange (le coût de transaction) a significativement diminué ces 20 dernières années aurait dû encourager la participation directe des ménages et réduire le rôle des fonds mutuels. Bien au contraire, les agents facturent de plus en plus cher le coût de leurs opérations, ce qui a donné une place plus importante aux fonds mutuels et aux banques grâce à leur coût de participation peu élevé par rapport aux individus. En effet, l'augmentation des dérivés financiers, la complexité de la sphère financière et l'environnement économique rendent difficile pour l'individu tout seul la décision d'investir dans une firme sans au moins consulter un conseiller financier, ce qui est onéreux. Alors, le coût de participation encourage les gens à investir leur argent par les intermédiaires financiers qui leur proposent des produits financiers ayant une distribution relativement stable de revenu (rémunération).

Allen et Santomero (1998) affirment que le concept de coût de participation crée les produits financiers par les intermédiaires au taux de rémunération stable et fixe. Mais, Scholtens & Wensveen (2000) pensent que ce phénomène s'est produit avant l'explosion intense des dérivés financiers. Il est toujours rationnel pour les épargnants de placer leur argent dans les intermédiaires financiers.

Ces derniers pensent que le risque occupe toujours une place centrale dans la théorie d'intermédiation financière. Ils affirment que les intermédiaires financiers ne doivent plus se présenter comme des agents jouant l'intermédiation entre les épargnants et les investisseurs mais qu'ils doivent justifier leur importance par la valeur ajoutée aux services différents qu'ils proposent à leurs clients. La valeur ajoutée, c'est la transformation de maturité, de liquidité, la diminution de risque et une qualité haute d'actif. Alors, il apparaît que la valeur ajoutée doit être le sujet majeur d'une théorie moderne d'intermédiation financière, ce qui peut être accompli par la baisse du coût de participation et /ou par l'expansion des services dans le secteur financier.

En résumé, l'approche fonctionnelle affirme qu'un système financier efficace -basé sur les banques ou sur les marchés financiers- permet d'effectuer les opérations économiques et de canaliser l'épargne vers l'investissement. Par son taux de rémunération (taux d'intérêt), un système financier efficace donne à l'économie la possibilité de rassembler les épargnes des agents à capacité de financement. Il finance ainsi les investissements productifs et il peut aider un pays à repousser la limite d'accumulation du capital par l'augmentation de son taux d'épargne.

Il peut alors financer les projets économiques à des fins d'exportation comme c'est, par exemple, le cas de la Corée du sud.

Les banques peuvent augmenter l'investissement à long terme par la baisse du risque de liquidité (projet peu liquide mais avec un revenu très élevé) plus rentable que l'investissement à court terme qui, par conséquent, profite à la croissance économique.

Au-delà de son rôle de collecteur d'épargne par le biais des taux d'intérêt, le système financier efficace a montré qu'il est capable d'augmenter l'épargne grâce à d'autres instruments (les innovations), comme par exemple les certificats de dépôts.

Dans la sous-section suivante nous nous intéresserons à différents travaux empiriques prouvant que les systèmes financiers bien développés et bien organisés participent au développement économique, comme nous le montre l'approche fonctionnelle.

## **2.1. La relation entre développement financier et développement économique**

Tout d'abord, il faut rappeler que les intermédiaires financiers, déterminants pour expliquer le taux de croissance, ont occupé une place importante dans le cadre des modèles de croissance endogène, ce qui permet pour la première fois aux sources internes (les agents et leur comportement) d'intervenir dans le processus de croissance par leur rôle d'accumulation de capital productif [Bencivenga & Smith (1991)]. Ce ne sont plus les facteurs extérieurs indépendants du taux d'épargne (le progrès technique et le taux de croissance de la population) qui déterminent la croissance économique dans les modèles néoclassiques de croissance de Solow et Ramsey où la politique économique n'influence pas le taux de croissance à long terme mais seulement le niveau de variables.

L'épargne a un effet positif sur la croissance dans les modèles de croissance endogène. Pour y parvenir, le bon fonctionnement du système financier qui permet un taux d'épargne élevé devrait contribuer à la croissance économique. Greenwood & Jovanovic (1990) soulignent l'importance d'un système financier développé qui assure les investisseurs contre les risques et collecte les informations sur les projets d'investissement en permettant au capital d'être dirigé vers les investissements les plus sains et les plus productifs. King & Levine (1993, b) confirment qu'un système financier développé aide à améliorer l'innovation technologique qui, à son tour, aide à identifier les entreprises qui possèdent les bons projets afin d'accélérer la croissance.

Les études empiriques récentes, qui essaient d'examiner si le développement du système financier est un bon promoteur de la croissance (le développement économique), reposent toutes sur les modèles de croissance endogène.

### **2.1.1. Les mesures de développement financier**

Les études récentes utilisent les mesures de développement du secteur bancaire et celles du marché financier pour examiner leurs effets sur le taux de croissance futur, le taux d'accumulation du capital, l'amélioration de la productivité et le taux d'épargne [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)].

Nous présentons, ci-dessous, les indicateurs utilisés partiellement ou entièrement (selon l'objectif de chaque étude) en 2 groupes :

#### **2.1.1.1. Les indicateurs de développement bancaire**

Ce sont les indicateurs qui mesurent le degré de développement du secteur bancaire :

- 1-  $M3/ PIB$  qui est égal à la monnaie en circulation + les dépôts à vue et les dépôts à terme. C'est le ratio de profondeur financière au sens large.
  
- 2-  $M2/PIB$  qui est égal à la monnaie en circulation + les dépôts à vue. Ce ratio est plus significatif que le premier comme indicateur de liquidité.

En fait, ces deux indicateurs donnent une idée de la taille du secteur bancaire dans l'économie.

King & Levine (1993, a) ont critiqué l'utilisation de ces deux indicateurs parce qu'ils ne mesurent pas si les passifs appartiennent aux banques, à la Banque centrale ou à un autre intermédiaire financier. De plus, ces indicateurs ne déterminent pas dans quel secteur le système financier alloue ses ressources.

- 3- Le ratio des actifs domestiques des banques commerciales par rapport aux actifs domestiques de la banque centrale et des banques commerciales :

Ce ratio mesure le degré d'allocation de l'épargne consentie par les banques par rapport à la Banque centrale. Les banques semblent, en effet, mieux placées que la Banque centrale pour identifier les investissements rentables, faciliter la gestion des risques et drainer

l'épargne. Plus ce ratio est élevé et proche de 100%, plus les banques jouent un rôle important dans l'allocation des ressources. Mais, Levine (1997) affirme que les banques peuvent prêter aux gouvernements ou aux entreprises publiques (les banques utilisées par le gouvernement dans certains pays comme source de financement). Alors dans ce cas, une grande partie des actifs bancaires sont des prêts au gouvernement. En raison de cette limite, ce ratio ne reflète pas bien le développement du secteur bancaire et sa capacité à allouer l'épargne dans les investissements productifs.

- 4- Le ratio de crédit accordé par la banque Centrale aux institutions financières bancaires locales par rapport au crédit total. Ce ratio montre le niveau de dépendance du secteur bancaire envers la Banque centrale dans ses opérations.
- 5- Le ratio de crédit accordé au secteur privé par rapport au PIB. Ce ratio montre l'orientation du système bancaire vers le secteur privé et son poids dans le financement des activités du secteur privé par rapport à la taille de l'économie.
- 6- Le ratio de crédit alloué au secteur privé par rapport au crédit total. La plupart des études récentes utilisent les 2 derniers indicateurs pour mesurer le développement du secteur bancaire parce que le système financier qui réussit à allouer davantage de crédits aux entreprises privées est capable d'exercer toutes les fonctions de l'intermédiation financière (mobilisation de l'épargne, facilité d'échange, offre de services de la gestion de risque, acquisition de l'information, allocation de ressources et leur contrôle).

#### **2.1.1.2. Les indicateurs de développement du marché financier**

Ce sont les indicateurs qui mesurent particulièrement le développement de la Bourse au sein de chaque pays.

- 1- La capitalisation boursière par rapport au PIB.

Le ratio mesure la taille du marché par rapport à l'économie. Il faut dire que la taille du marché –si grande soit-elle- ne signifie pas que le marché fonctionne bien. Il peut être grand mais peu liquide. De même, une Bourse importante ne signifie pas pour autant que les échanges y sont nombreux.

- 2- La valeur totale des actions échangées par rapport au PIB (Value traded ratio).

Ce ratio mesure la liquidité de la Bourse et reflète bien évidemment la liquidité de l'économie. Les critiques qui s'adressent à cet indicateur sont les suivantes :

- Ce ratio montre les échanges par rapport à la taille de l'économie. Toutefois, dans le cas d'un petit marché, les échanges ne seront pas importants par rapport au PIB bien qu'ils soient très significatifs de la taille du marché lui-même, d'où l'importance d'autres ratios de liquidité.
- Demirgüç-Kunt & Levine (1996 a) montrent un autre point de faiblesse de cet indicateur. Lorsque le marché anticipe des profits importants, les prix des actions ont tendance à augmenter. Cette augmentation des prix va augmenter la valeur des transactions des titres qui valorisent le ratio de valeur des titres échangés (Value Traded). Or, cet indicateur de liquidité sera valorisé sans une augmentation du nombre de transactions réelles ou par une diminution du coût des transactions.

3- Le ratio de turnover (c'est-à-dire la valeur des actions échangées par rapport à la capitalisation).

L'effet des prix n'affecte pas ce ratio car les prix des titres affectent à la fois le numérateur et le dénominateur. L'importance de ce ratio, c'est que l'effet du prix ne domine pas la relation entre la liquidité et la croissance économique à long terme dans le cas où ce ratio est corrélé avec la croissance. Un turnover élevé est un bon indicateur de coût de transaction bas [Ayoub (2003) et Demirgüç-Kunt & Levine (1996a)].

4- La volatilité du marché.

Un des caractères importants de la Bourse est la volatilité des prix. Dans un marché efficace, la volatilité des prix reflète les nouvelles informations concernant les entreprises. Cette volatilité des prix est désirable car le risque est associé aux fluctuations des prix du marché. Mais cette volatilité peut affaiblir le rôle du marché comme promoteur d'une allocation efficace d'investissement. En fait, la volatilité excessive engendre des résultats néfastes :

- Allocation inefficace de ressources
- Pression sur les taux d'intérêt vu l'incertitude régnant sur le marché
- Effet négatif sur le volume d'investissement et sa productivité, ce qui baisse la croissance.

Allen & Gale (1995) définissent ainsi la volatilité excessive : les prix des actions sont plus volatils que les variations des profits (payoff streams) et le taux d'escompte (discount rate). Ces variations ne peuvent plus l'expliquer.

Allen & Gale résument les causes de cette volatilité excessive par:

- L'asymétrie d'information, cause la plus importante.
- La participation limitée sur le marché.
- La spéculation sur les titres (activité de casino).

Alors, dans ce cas, le mécanisme de prix comme indicateur de l'information sur les firmes, perd sa fiabilité.

#### 5- Les mesures de l'intégration financière.

Les théories financières lient la croissance économique au degré d'intégration du marché financier dans le marché du capital international. Car un marché intégré sans barrières engendre un mouvement libre de capital qui aide d'une part, les entreprises cotées dans le marché à obtenir les financements nécessaires et d'autre part, les agents à capacité de financement à diversifier leurs actifs par l'investissement dans les marchés internationaux car le coût des risques diffère selon les pays.

Pour mesurer le degré de l'intégration internationale du marché financier, Levine & Zervos (1998) ont mentionné et employé 2 méthodes : international capital asset pricing model {CAPM} et international arbitrage pricing theory {APT}. Les deux méthodes d'évaluation d'actifs expliquent que le rendement anticipé sur chaque action est linéairement lié au benchmark de portefeuille (point de repère). En se basant sur le travail de Korajczyk et Viallet (1989), Levine et Zervos (1998) notent  $\mathbf{P}$  comme le vecteur du surplus de rendement (excess return) des titres financiers sur le benchmark d'un portefeuille. Ils supposent que : Pour CAPM,  $\mathbf{P}$  est le surplus de rendement sur la valeur pondérée de portefeuille des titres financiers communs.

Pour APT,  $\mathbf{P}$  représente les facteurs communs estimés, basés sur le surplus de rendement d'un portefeuille international des titres financiers. A ce propos, Levine et Zervos (1998) ont utilisé les données disponibles sur 24 marchés financiers pour calculer la valeur pondérée de portefeuille des titres financiers (value-weighted portfolio for CAPM) et pour estimer les facteurs communs pour APT (common factors based on the excess returns of an international portfolio of assets for APT).

Pour m titres financiers et T périodes, ils ont utilisé l'équation suivante :

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i P_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

avec  $i = 1, 2, 3, \dots, m$

$t = 1, 2, 3, \dots, T$

où  $R_{i,t}$  est le surplus de rendement d'un titre (i) au temps (t). Il représente le rendement au dessus du rendement relatif à un actif non risqué (a risk free asset or a zero-beta asset) qui est un titre disposant de zéro corrélation avec le portefeuille de repère (benchmark portfolio).

Ils ont conclu que si les marchés financiers sont parfaitement intégrés, il s'ensuit que  $\alpha$  doit être égal à zéro dans la régression concernant le rendement excédentaire  $\mathbf{P}$  pour n'importe quel titre sur le benchmark de portefeuille approprié «If stock markets are perfectly integrated, then the intercept in a regression of any asset's excess return on the appropriate benchmark portfolio,  $\mathbf{P}$ , should be zero ».

$$\alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_m = 0. \quad (2)$$

Ils ajoutent que le rejet de restriction défini par l'équation (2) peut être interprété comme un rejet de l'intégration du marché «Rejection of the restriction defined by (2) may be interpreted as rejection of the underlying asset pricing model or rejection of market integration».<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Pour plus d'informations voir :

Levine & Zervos (1998)

Korajczyk R & Viallet C (1989) "An empirical investigation of international asset pricing" Review of Financial Studies, 2(4), pp.553-585.

## **2.2. Les études empiriques de développement financier et de développement économique**

Les études empiriques récentes examinent les effets des indicateurs de développement financiers sur la croissance à long terme, après contrôle des autres facteurs associés à la croissance économique comme l'éducation, la stabilité politique, la politique monétaire, le revenu par tête, etc.

Les études empiriques emploient trois méthodes différentes pour examiner la relation entre la croissance et les variables du développement financier. On va classer ces études selon l'approche économétrique employée pour étudier la relation entre les déterminants du développement financier et la croissance économique.

### **2.2.1. L'approche en coupe transversale (cross-country regressions)**

Les régressions en coupe transversale dans les pays ont été employées pour examiner une variété de rapports macro-économiques, y compris celui qui existe entre le développement financier et la croissance à long terme. Cette approche emploie des variables (leurs valeurs prises en moyenne sur une longue durée, en général, 3 décennies) et les utilise dans des régressions qui ont pour objectif d'expliquer les variations des taux de croissance à travers les différents pays. Ainsi, les chercheurs peuvent-ils estimer l'influence moyenne des indicateurs déterminants de la croissance.

King & Levine (1993 a, b, c) examinent la relation entre 4 indicateurs de développement financier et 3 indicateurs de croissance. Ils examinent l'effet de 4 indicateurs indépendants :

- (1) M2 / PIB,
- (2) le ratio de crédit bancaire par rapport au crédit bancaire et actifs de la Banque centrale,
- (3) le ratio de crédit accordé au secteur privé par rapport au crédit total (le crédit accordé aux banques est exclu),
- (4) le crédit accordé au secteur privé par rapport au PIB. Chaque indicateur vaut pour la période 1960-1989.

Les 3 variables expliquées (dépendantes) sont :

- (1) le taux moyen de croissance du PIB par tête,
- (2) le taux moyen de croissance de stock du capital par tête,

(3) le taux de croissance de la productivité qui est égal au résidu entre (1) et 0.3 de (2).

King & Levine (1993 a, b, c) utilisent les données de 77 pays durant la période 1960-89 pour examiner s'il y a une corrélation positive entre chaque indicateur de développement financier et chaque indicateur de croissance. Ils trouvent, dans 99% de l'intervalle de confiance, une corrélation positive entre chaque indicateur de développement financier et les 3 indicateurs de croissance économique [King & Levine (1993 a)].

Atje & Jovanovic (1993) utilisent la même méthode pour étudier la relation entre le ratio de «value traded» et le taux de croissance. Ils trouvent une corrélation significative entre le taux de croissance et la valeur des actions échangées par rapport au PIB concernant 40 pays durant la période 1980-1988.

Levine & Zervos (1996) élargissent la recherche et examinent 2 indicateurs de développement du marché financier à la place d'un seul. Ces 2 indicateurs sont le ratio de «value traded» en 1976 et le ratio de turnover en 1976. Ils examinent la relation entre chaque indicateur initial de liquidité et les 3 indicateurs de croissance moyenne sur la période (il y a eu 6 régressions). De plus, ils ont élargi le nombre de pays étudiés à 49 et la période sur laquelle les informations étaient collectées (1976-1993).

Les résultats obtenus indiquent que le niveau initial de la liquidité est un bon prédicteur de la croissance économique, de l'accumulation du capital et de l'amélioration de la productivité. Par exemple, si le Mexique avait eu un ratio de «value traded» de 0.44 en 1976 (au lieu de son ratio de 0.004), il aurait augmenté son taux de croissance de 0.4% par an, ce qui signifie que le Mexique aurait eu un PIB par tête supérieur de 8% en 1994.

Les études de Levine & Zervos (1996) et Atje & Jovanovic (1993) montrent que les marchés financiers qui offrent des services de liquidité sont importants pour engendrer une croissance à long terme. Levine (1996), dans une autre étude, conclut que le développement du marché financier explique la croissance économique future. Ainsi, le marché financier influence-t-il la croissance grâce à la liquidité qui rend les investissements moins risqués. Mais il faut rappeler que les marchés financiers ne sont pas les seuls à offrir la liquidité, il y a les banques également. Nous pensons que le système financier, bancaire ou boursier, qui offre ce service de liquidité à moindre coût, doit être adopté et prendre une place plus importante dans la structure du système financier.

Levine & Zervos (1998) ont élargi leur travail précédent datant de 1996. Ils y ont ajouté l'indicateur de la volatilité de marché (la volatilité de revenu sur les titres) et l'indicateur de la taille (la capitalisation par rapport au PIB) et enfin 2 indicateurs de l'intégration internationale du marché financier mesuré par {APT integration et CAPM integration}. Par contre, ils emploient un seul indicateur de développement bancaire, celui du crédit accordé au secteur privé par les banques commerciales et les banques de dépôt par rapport au PIB. Les indicateurs du développement financier sont des valeurs initiales de l'année 1976.

Ils ont contrôlé le niveau initial de développement bancaire ainsi que les autres facteurs qui influencent la croissance économique. Ils lancent les régressions pour examiner les effets des indicateurs des marchés financiers sur 4 indicateurs de développement économique : (1) le taux réel de croissance du PIB par habitant, (2) le taux de croissance de stock du capital par tête, (3) la productivité du capital et enfin (4) l'épargne privée par rapport au PIB. Ces derniers valent pour la période 1976-1993, tandis que les indicateurs de développement financier sont des valeurs initiales.

Les coefficients estimés sont statistiquement significatifs. Ils suggèrent que les rapports entre le développement du système financier et les indicateurs de développement économique sont importants. Il y a une corrélation positive significative entre le niveau initial de développement financier et le développement économique.

Les mesures de la liquidité du marché financier et celles du développement bancaire interviennent dans les régressions de croissance de manière significative. Les résultats suggèrent que les banques fournissent d'autres services que ceux fournis par les marchés financiers.

Les résultats montrent une corrélation positive entre le ratio de la capitalisation d'une part et le taux de croissance réel du PIB par habitant et le taux de l'accumulation du stock du capital, d'autre part. Mais cette association positive s'affaiblit lorsqu'ils contrôlent la liquidité du marché des actions. Ainsi ce n'est pas la capitalisation de marché qui influence la performance économique mais la possibilité d'échanger ces titres en liberté avec un coût de transaction bas. En revanche ce ratio n'est pas étroitement lié à l'indicateur de productivité. Il est même négativement lié au taux d'épargne. Levine & Zervos (1998) montrent que la capitalisation boursière n'est pas un bon prédicteur de la croissance économique.

La volatilité du revenu sur les titres n'est pas étroitement liée au futur taux de croissance, ni à la productivité, ni au taux d'épargne mais elle est corrélée positivement avec l'accumulation de capital. Il faut souligner qu'une étude empirique de Levine & Zervos (1995) portant sur 60 pays, pour examiner l'effet de la libéralisation de compte de capital sur la volatilité, leur a

permis de conclure que la volatilité avait été augmentée significativement suite à la suppression des contrôles sur le mouvement des capitaux. Par ailleurs, Demirgüç-Kunt & Levine (1996b), après avoir étudié un échantillon de 44 pays émergents de 1986-1997, supposent qu'à long terme la volatilité sera moins grande dans les pays qui se caractérisent par des marchés du capital plus ouverts. Ils ont même trouvé que les grands marchés avaient tendance à être moins volatils.

Enfin les résultats obtenus [Levine & Zervos (1998)] ne confirment pas la théorie qui suggère qu'un système financier bien intégré dans le marché mondial du capital influence positivement les indicateurs de la croissance. Les 2 indicateurs de l'intégration ne sont pas corrélés significativement avec les taux de croissance à 90% de l'intervalle confidentiel.

Ils concluent que le niveau initial de mesures de développement financier peut prédire la croissance.

### **2.2.2. L'approche en séries temporelles**

Lee, Pesaran et Smith (1996) montrent que les tests de convergence obtenus à partir des régressions transversales (cross- country regression) sont susceptibles d'être fallacieux parce que les coefficients estimés sur le terme de convergence contiennent un biais asymptotique.

Harris (1997) montre une limite de l'approche en coupes transversales des régressions concernant la relation entre le développement de la Bourse et la croissance. En effet, la présence de l'endogénéité a été montrée comme un facteur qui affaiblit les coefficients estimés des indicateurs du marché des actions, d'où la nécessité d'employer une autre approche.

En effet, l'approche en coupes transversales des régressions a aussi une autre limite importante. Elle peut seulement se référer à l'effet moyen des variables entre pays. Dans le contexte de la causalité, le test est particulièrement difficile. L'approche en séries temporelles (time-series approach) est employée pour détecter la causalité entre la croissance économique et le développement financier. En effet, l'association étroite entre le développement du système financier et la croissance économique ne détermine pas clairement cette causalité, c'est-à-dire si les facteurs de développement financier sont responsables de l'accélération du développement économique ou si le développement financier est 'un miroir' qui reflète le développement économique. Cette causalité est influencée par la relation entre les composants du système financier. Par exemple, la relation entre le marché des actions et la croissance peut

être influencée par la relation entre le secteur bancaire et la Bourse. Il faut noter que si la Bourse et les banques sont considérées comme des sources de financement substituables, alors si l'entreprise choisit le financement par le marché, voit son besoin d'emprunter au secteur bancaire diminuer. Donc, dans le cas où les banques sont, par exemple, mieux positionnées et occupent une meilleure place que le marché financier pour répondre aux besoins des entreprises et résoudre leurs problèmes, le développement du marché financier peut affecter négativement la croissance économique s'il se fait au détriment du développement du secteur bancaire [Stiglitz (1985)]. C'est ce qu'on a vu dans le cas sud coréen.

En raison de ces limites, Fry (1997) suppose que si l'investissement dans un pays est financé par les intermédiaires financiers, l'association entre le marché des actions et la croissance sera faible. Par contre, Demirgüç-Kunt & Levine (1996b) pensent que l'augmentation de la capitalisation du marché des actions sera accompagnée par une augmentation de volume du crédit bancaire par le fait que les intermédiaires financiers, comme les banques d'affaires et les banques universelles, peuvent offrir des services complémentaires pour les entreprises émettrices de titres. Alors, le développement du marché financier s'accompagne du développement bancaire. Ils affirment que les pays qui possèdent un marché financier développé possèdent aussi un système bancaire bien développé.

Enfin, il faut noter que les études de l'approche en séries temporelles utilisent le ratio de la capitalisation au contraire de la plupart des études de l'approche en coupes transversales, qui trouvent que l'utilisation des indicateurs de liquidité -comme le ratio de turnover et le ratio de «value traded»- sont plus étroitement liés à la croissance économique que l'indicateur de la capitalisation boursière. Arestis, Demetriades & Luintel (2001) confirment que dans le contexte de l'approche en séries temporelles, l'indicateur de la capitalisation possède 2 avantages par rapport aux indicateurs de la liquidité :

- i. L'utilisation de l'indicateur de la capitalisation rend la comparaison avec les indicateurs de développement bancaire plus significative parce que l'indicateur de la capitalisation est une variable de "stock" (stock variable) comme les indicateurs de développement bancaire, tandis que les indicateurs de la liquidité sont des variables de flux (flow variables).

ii. L'augmentation de la liquidité peut affecter négativement la croissance par le biais de la baisse du taux de l'épargne.

- Demetriades & Hussein (1996) utilisent dans leur étude l'approche en séries temporelles pour 16 pays. Ils concluent que la causalité entre le développement financier et la croissance économique varie selon les pays. Ils ont détecté une rétroaction (feed back) entre le développement financier et la croissance dans la moitié des pays étudiés. Par contre, dans l'autre moitié de l'échantillon, la relation entre les 2 est dans un seul sens (la croissance entraînant le développement financier), ce qui suppose que le développement financier ne peut pas participer à la croissance économique.

- Arestis & Demetriades (1996) utilisent la même approche pour 12 pays. Ils ont trouvé que la causalité entre le développement financier et la croissance économique est déterminée essentiellement par la nature des institutions financières, leurs opérations et bien évidemment les politiques économiques de chaque pays.

- Arestis & Demetriades (1997) étudient le cas de 2 pays qui ont deux systèmes financiers différents et bien développés :
- (1) Bank- based oriented system (l'Allemagne)
- (2) Financial market-based system (Les Etats Unis).

Ils ont examiné l'effet de 3 indicateurs de développement financier sur la croissance mesurée par le logarithme de taux réel du PIB par tête :

- (1) Le logarithme de la capitalisation boursière par rapport au PIB
- (2) L'index de la volatilité du marché
- (3) a) Le logarithme du ratio de M2/PIB en Allemagne.

b) Le logarithme du ratio du crédit bancaire par rapport au PIB aux Etats-Unis.

La raison pour laquelle ils emploient des indicateurs différents pour chaque pays est qu'ils ne pouvaient pas détecter la co-intégration aux Etats-Unis en employant la variable de LM2/PIB. Les données trimestrielles ont été collectées sur la période 1979-1991. Les résultats de cette étude montrent que :

(1) En Allemagne :

\* Il y a une causalité unilatérale (le développement financier entraînant le développement économique), une association positive forte entre le ratio de M2/PIB et le taux réel de PIB par tête.

\* la capitalisation de la Bourse influence positivement le taux réel du PIB par tête seulement par le biais du système bancaire.

\* la volatilité du marché des actions a une influence négative sur le taux réel du PIB par tête.

$$\text{Vector 1 : } LY = - 3.60 + 9.67 LM2Y - 0.36LSMV$$

$$\text{Vector 2 : } LM2Y = - 1.0 + 0.20 LMC$$

Source : Arestis & Demetriades (1997), Table.1, p. 788.

*LY : le logarithme du taux réel de PIB par tête*

*LSMV : le logarithme de l'indice de la volatilité du marché boursier*

*LM2Y : le logarithme du ratio de M2/PIB*

*LMC : le logarithme de la capitalisation boursière*

(2) Aux Etats-Unis :

L'endogénéité de la capitalisation de la Bourse donne des résultats différents.

\* La capitalisation boursière influence positivement le taux réel du PIB par tête et négativement le développement du secteur bancaire.

$$\text{Vector 1 : } LMC = 44.30 + 4.26 LY - 1.30 LBC$$

Source : Arestis & Demetriades (1997), Table.2, p. 789

*LBC : le logarithme du ratio de crédit bancaire par rapport au PIB*

\* Le 2<sup>ème</sup> vecteur montre une relation positive entre le développement bancaire et le taux réel du PIB par tête.

$$\text{Vector 2 : } LBC = - 4.43 + 0.425 LY + 0.05 LSMV$$

Source : Arestis & Demetriades (1997), Table.2, p. 789

\* La volatilité de la Bourse est positivement liée au développement bancaire et négativement au taux réel de PIB par tête.

Ils ont conclu qu'il y a des évidences suffisantes confirmant que le taux réel du PIB par tête participe positivement au développement du secteur bancaire et du marché du capital. Mais ils n'ont pas d'évidences suffisantes pour conclure que le développement financier aux Etats-Unis participe à la croissance économique.

- Arestis, Demetriades & Luintel (2001), utilisent les 3 mêmes indicateurs mentionnés ci-dessus, {le 3<sup>ème</sup> indicateur est 3 (b) dans l'objectif d'étudier :
- 1) la relation à long terme d'une part entre le développement du secteur bancaire, le développement boursier et la volatilité et d'autre part, le PIB réel.

- 2) la causalité et sa direction. Ils ont collecté les données trimestrielles concernant 5 pays développés : Allemagne 1973-1997 ; Etats-Unis 1972-1998 ; Japon 1974-1998 ; Royaume Uni 1967-1997 et France 1974-1998.

En résumé, les résultats de chaque pays montrent que :

#### 1- Royaume Uni (RU) :

\* Les coefficients estimés montrent une causalité entre le développement bancaire et le développement de la Bourse. En même temps, il y a une faible évidence concernant la direction de la causalité du développement financier et le PIB réel.

\* La volatilité du marché affecte négativement le développement financier.

Ils ont conclu que le système financier anglais n'était pas un bon prédicteur de la croissance à cause de sa faible relation avec l'industrie, basée surtout sur un système de marché international (International market-based system).

#### 2- France :

\* Les coefficients estimés montrent qu'il y a un effet positif du développement financier (bancaire et boursier) sur le PIB réel.

\* La volatilité a un impact négatif sur le PIB réel et sur la capitalisation boursière.

\* Il y a une relation positive entre le développement bancaire et la capitalisation boursière.

En France la Bourse suit le système bancaire dans le processus de développement économique. Alors elle réagit positivement au développement bancaire.

En conclusion la déréglementation du système financier au milieu des années 1980 a influencé positivement la capitalisation de la Bourse.

#### 3- Etats-Unis et Allemagne :

Les résultats ne sont pas différents de ceux obtenus dans l'étude précédente.

#### 4- Japon :

\* Le développement financier influence positivement le PIB réel, mais il faut dire que l'influence du développement boursier sur le PIB réel est le sixième de celle du secteur bancaire.

\* Il y a une relation positive entre le développement bancaire et le développement boursier.

La Bourse influence le PIB par le biais des banques.

Alors, c'est le secteur bancaire qui occupe une place plus importante que le marché financier au sein de l'économie japonaise.

\* La volatilité de la Bourse a un effet négatif significatif sur le crédit accordé au secteur privé par les banques par rapport au PIB, ce qui affecte le PIB réel. Cette volatilité a donc un impact négatif sur le développement du secteur bancaire.

Toutes ces études utilisent l'approche en séries temporelles qui a ses propres limites :

- 1- La nécessité d'obtenir une longue série chronologique concernant les indicateurs de développement du marché boursier réduit l'analyse empirique à un nombre limité de pays.
- 2- Les études qui utilisent cette approche, comme on l'a vu, emploient l'indicateur de la capitalisation à la place des indicateurs de la liquidité du marché. Mais l'importance du marché financier dans l'économie, c'est sa capacité d'offrir la liquidité et de faciliter les échanges par la diminution du coût, ce que ne montre pas le ratio de la capitalisation.
- 3- Levine & Zervos (1998) montrent que la capitalisation boursière n'est pas un bon prédicteur de la croissance.

Alors, de nouvelles techniques économétriques sont utilisées pour réduire les imperfections statistiques existantes. Elles emploient de nouvelles données pour examiner la relation entre le développement financier et la croissance économique.

### **2.2.3. La méthode des moments généralisés -l'étude de Beck & Levine (2004)-**

Cette étude utilise de nouvelles techniques économétriques pour étudier la relation entre les déterminants du développement financier et la croissance économique.

Beck & Levine (2004) emploient les mêmes indicateurs que Levine & Zervos (1998) pour étudier la relation entre le développement de la Bourse, le développement du secteur bancaire et la croissance : le ratio de turnover comme indicateur de développement boursier et le crédit des banques de dépôt accordé au secteur privé par rapport au PIB comme indicateur de développement bancaire. Ils critiquent Levine & Zervos (1998) qui utilisent des valeurs initiales du développement bancaire et boursier, ce qui implique non seulement une perte informationnelle vis-à-vis des valeurs moyennes mais également une perte potentielle de cohérence.

On peut résumer l'importance de l'étude de Beck & Levine (2004) par les 5 points suivants :

- 1- Le nombre d'observations, 146, concernant 40 pays. L'échantillon est représentatif, il contient des pays bien développés comme les Etats-Unis, la Suède, l'Allemagne, la France, l'Italie, etc. ; des pays en voie de développement comme la Jordanie, l'Egypte, le Chili, le Pakistan, etc. ; et des pays qui se retrouvent entre les 2 groupes comme la Corée du sud, la Malaisie, la Thaïlande, etc.). Les statistiques décrivent bien la variation du développement bancaire et boursier entre les différents groupes de pays. Tandis que Taiwan avait un ratio de turnover de 340% / PIB dans les années 1986-1990, le Bangladesh avait un ratio de 1.3% pour la même période. Le ratio de crédit bancaire de Taiwan est de 124% entre 1991 et 1995 mais par contre, les banques au Pérou n'accordent que 4% de crédit au secteur privé par rapport au PIB pour la période 1981-85.
- 2- Beck et Levine déploient beaucoup d'efforts pour «déflater» les données afin d'éliminer l'effet de l'inflation sur leurs indicateurs. Autrement dit, ils cherchent à éliminer le risque des indicateurs trompeurs à cause de l'inflation.
- 3- Ils ont construit un panel avec des données d'une durée moyenne de 5 ans (5 périodes partielles entre 1976 et 1998. Alors ils ont renoncé aux données trimestrielles ou annuelles ; pour s'abstraire de la relation cyclique de l'économie et focaliser sur la relation à long terme.
- 4- Ils emploient l'analyse de données de panel (Panel data analysis). Les données en Coupes transversales ne constituent qu'une photo instantanée des variables indépendantes à un moment donnée. Ces données par pays, permettent de rendre compte de l'influence des spécificités sociales, politiques etc. (supposées non mesurables) sur leur développement. Alors, la double dimension des données de panel constitue un avantage décisif par rapport aux autres types de données. Cette double dimension permet aussi de rendre compte simultanément de la dynamique des comportements et de leur éventuelle hétérogénéité, ce qui n'est pas possible avec les études en séries temporelles ou celles en coupes transversales [Sevestre (2003)].
- 5- Beck & Levine (2004) ont lancé 3 régressions différentes :
  - (a) La régression préliminaire :

Ils ont contrôlé les autres facteurs déterminants de la croissance économique dans toutes les régressions. Les résultats préliminaires montrent que, tandis que le ratio du turnover est corrélé significativement avec la croissance

économique, le ratio du crédit bancaire, lui, n'a pas corrélé significativement avec la croissance. En même temps, il y a une association positive significative entre l'indicateur du développement boursier et celui du développement bancaire.

(b) La régression en moindres carrés ordinaires (OLS regression) :

Les 2 indicateurs de développement financier chacun 5 fois pour chaque période partielle, sont régressés sur la variable dépendante, le taux réel de PIB par tête. Les régressions montrent une association positive forte entre le développement de la Bourse et la croissance économique et une association positive forte entre le développement bancaire et la croissance. Les coefficients estimés sont significatifs. Ils montrent que (selon les coefficients les moins élevés) si l'Egypte avait un ratio de crédit bancaire de 44% (c'est le ratio moyen pour tous les pays étudiés dans la 5<sup>ème</sup> période) à la place de son ratio réel de 24%, dans ce cas, son taux de croissance annuel aurait été de 0.7% supérieur tous les ans pendant la période 1975-98. Pareillement, si l'Egypte avait un ratio de turnover comme celui de la moyenne de l'échantillon (37%) au lieu de sa valeur actuelle 10%, elle aurait 1% de taux de croissance de plus par an.

(c) La méthode des moments généralisés (Generalised-method of moments GMM) pour estimer les coefficients de variables.

L'estimateur GMM est développé pour les modèles dynamiques de panel. Les coefficients estimés des variables de développement financier se corrént positivement avec l'indicateur de croissance économique à 90% de l'intervalle de confiance quand ils l'utilisent (One-step estimator standard errors). Avec les «Two-step estimator standard errors», le ratio du turnover et celui de crédit interviennent significativement dans les 5 régressions dans 99% de l'intervalle de confiance. Ces résultats indiquent que le développement financier exerce un impact positif sur la croissance.

Alors, en conclusion ils affirment que le développement des banques et des Bourses a un effet positif sur la croissance économique à long terme.

### 2.3. Le choix d'une structure financière efficace

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 financier des économies occidentales.

**Tableau 1.2 : Les indicateurs financiers de 12 pays occidentaux \*en 1995, en moyenne pour le groupe**

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 : Scholtens B (2000), Table 1, p. 530.

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

Scholten (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 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 différent 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 différent 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 type 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. Ces études montrent aussi une rétroaction importante entre les Bourses et les banques pendant le développement économique. 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».

«This paper examines the role of banks and markets when there is a financial market with limited participation. Such a market has an impact on bank activities, but banks remain important. Banks and markets coexist and influence each other activities».

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 comme la Jordanie, l'Egypte et le Liban ? 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 2 méthodes:

- 1) Une 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 par intermédiaire.
- 2) Puis dans le 3<sup>ème</sup> chapitre, nous examinerons empiriquement quel système financier contribue le plus à la croissance économique dans les PVD, le système basé sur les banques ou celui basé sur les bourses.

Cependant et avant même de répondre aux questions ci-dessus, nous allons présenter la structure du système financier au sein des 3 pays étudiés dans les années qui ont suivi l'application de la politique de libéralisation financière en 1991 pour savoir quelle place occupe chaque secteur financier dans le financement de l'économie.

### **Section 3. La structure du système financier en Egypte, en Jordanie et au Liban**

Nous allons présenter le système financier des trois pays, en nous appuyant sur 2 composantes de ce système:

- 1- Le secteur bancaire.
- 2- Les marchés financiers (bourses).

Ces 2 secteurs sont choisis en raison de leur rôle majeur dans le développement financier et économique [King & Levine (1993 a, b, c), Atje & Jovanovic (1993), Levine (1997), Levine & Zervos (1998), Beck & Levine (2004)].

#### **3.1. Le Secteur bancaire**

Les Banques centrales des 3 pays ont, comme toutes les autres Banques centrales, 2 grands objectifs :

- 1- la stabilité monétaire (un niveau d'inflation stable et bas et une stabilité du taux de change).
- 2- la stabilité du secteur bancaire.

Afin de participer au développement économique, les 3 Banques centrales prennent plusieurs mesures pour réaliser ces deux objectifs :

- 1) Elles régulent le secteur bancaire et financier.
- 2) Elles protègent les investisseurs.
- 3) Elles assurent la liquidité et la transparence.
- 4) Elles s'engagent à appliquer les standards internationaux au secteur financier.

La Banque Centrale Jordanienne (BCJ) a été établie en 1964. A l'époque il y avait 8 banques avec 22 branches. Aujourd'hui, il y a 21 banques parmi lesquelles 5 banques d'investissement, 2 banques islamiques et 5 banques spécialisées [Tableau 2.2 et Figure 4.2]. Les actifs totaux des banques en 2002 sont de l'ordre de 21,297 milliards de dollars qui représentent 165% du PIB.

En ce qui concerne l'Egypte, à la fin du dix-neuvième siècle, l'année 1898 a vu la naissance de la Banque Nationale d'Egypte en tant que banque commerciale. Elle appartenait aux Anglais qui résidaient au Caire. Son objectif principal était de fournir le financement

nécessaire pour les grands patrons de la culture du coton. Cette banque fonctionnait comme la banque du gouvernement égyptien et son conseiller financier, mais ses fonctions étaient limitées et elles n'étaient pas déterminées par des lois. Par exemple, elle n'exerçait pas les opérations d'open market. Ce n'est qu'en 1951 que la loi n° 57 a indiqué clairement le fonctionnement de la Banque Nationale d'Egypte, comme celui de la Banque Centrale d'Egypte (BCE). Elle a été chargée de maintenir la stabilité du taux de change, d'organiser le montant du crédit et d'être la banque de l'Etat, à côté de son rôle de prêteur en dernier ressort. Elle a été autorisée à exercer toutes les opérations bancaires traditionnelles. En 1960, le gouvernement égyptien a pris la décision de diviser la BNE en 2 établissements. Le premier se charge d'appliquer les missions de la Banque centrale, il s'appelle la BCE. Le deuxième maintient le même titre commercial BNE et pratique toutes les opérations commerciales. A la fin de l'année 1963, le secteur bancaire égyptien était constitué de 5 banques commerciales. En 1975, par la loi n° 120, la BCE est devenue un établissement indépendant. Aujourd'hui, il y a en Egypte 62 banques dont 28 banques commerciales, 31 banques d'investissement et 3 banques spécialisées [Tableau 2.2 et Figure 6.2] En 2002, les actifs du secteur bancaire par rapport au PIB étaient de 137%.

La Banque centrale libanaise (BCL) a été établie en 1964. A partir de cette année, le système bancaire a commencé à prospérer. En fait, avant cette date, le système bancaire libanais était dominé par la présence de succursales des banques étrangères qui finançaient le commerce étranger libanais en laissant le financement des activités locales aux banques locales qui se caractérisaient par un capital limité.

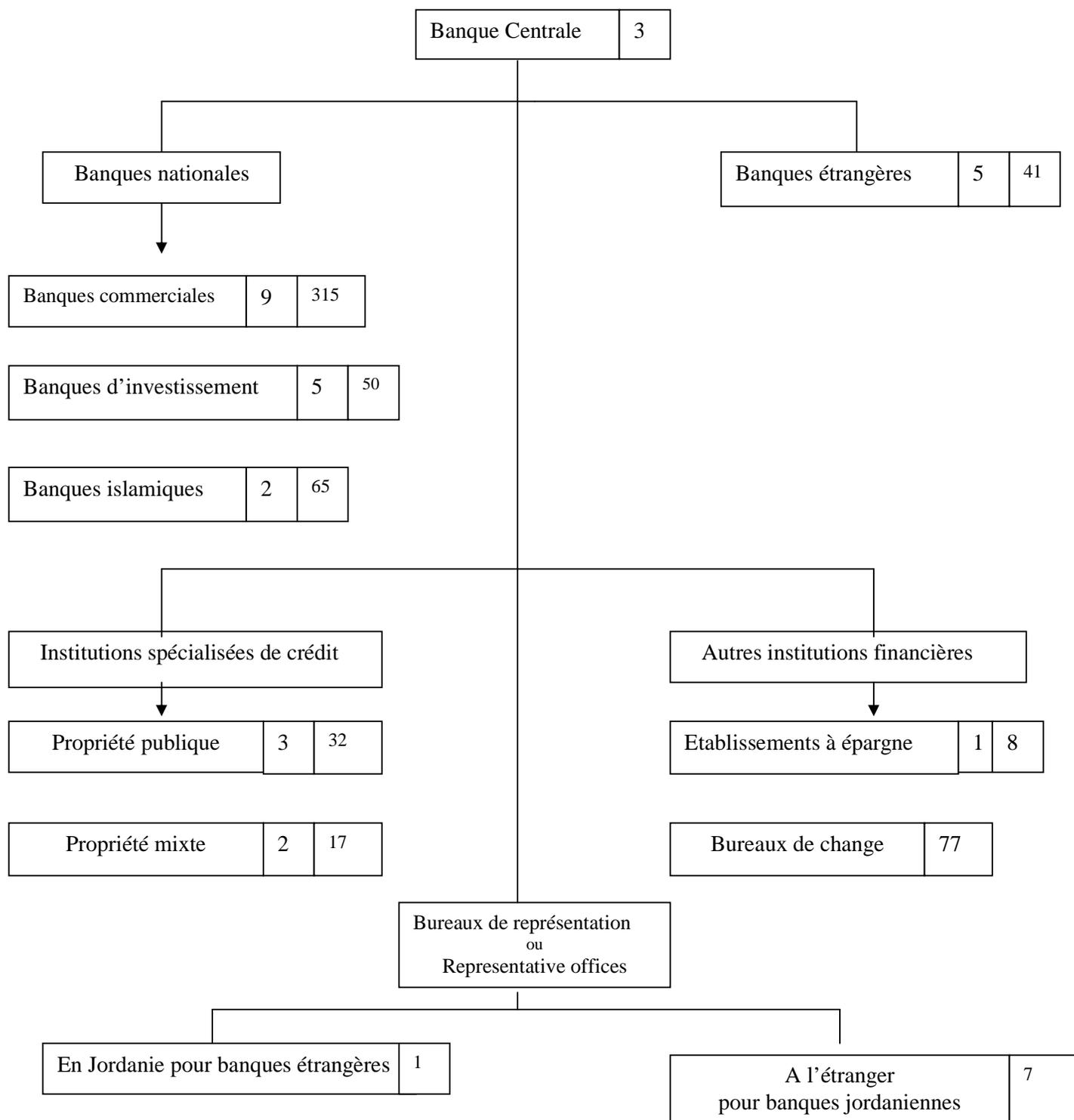
En 2002, 60 banques commerciales opéraient au Liban dont 46 banques libanaises et 14 sous contrôle étranger (arabe et non arabe). Aujourd'hui, au Liban on dénombre au total 68 banques qui participent au développement économique et qui représentent la source presque unique de capitaux pour le marché libanais [Tableau 2.2]. En 2002 les actifs des banques par rapport au PIB étaient de 300%, ce qui est un taux très élevé par rapport aux standards régionaux et internationaux et par rapport au taux moyen qui ne dépasse pas 123% pour les marchés émergents en général.

**Tableau 2.2 : Le nombre des banques au sein des pays (Egypte, Jordanie et Liban)  
En 2002**

<i>Pays</i>	<i>Banques commerciales</i>	<i>Nombre de branches</i>	<i>Banques spécialisées</i>	<i>Nombre de branche</i>	<i>Banques d'investissement</i>	<i>Nombre de branches</i>	<i>Total des banques</i>	<i>Total des branches</i>
Egypte	28	1294	3	1074	31	193	62	2561
Jordanie	11	380	5	46	5	49	21	475
Liban	60	780	8	10	4*	4	68	790

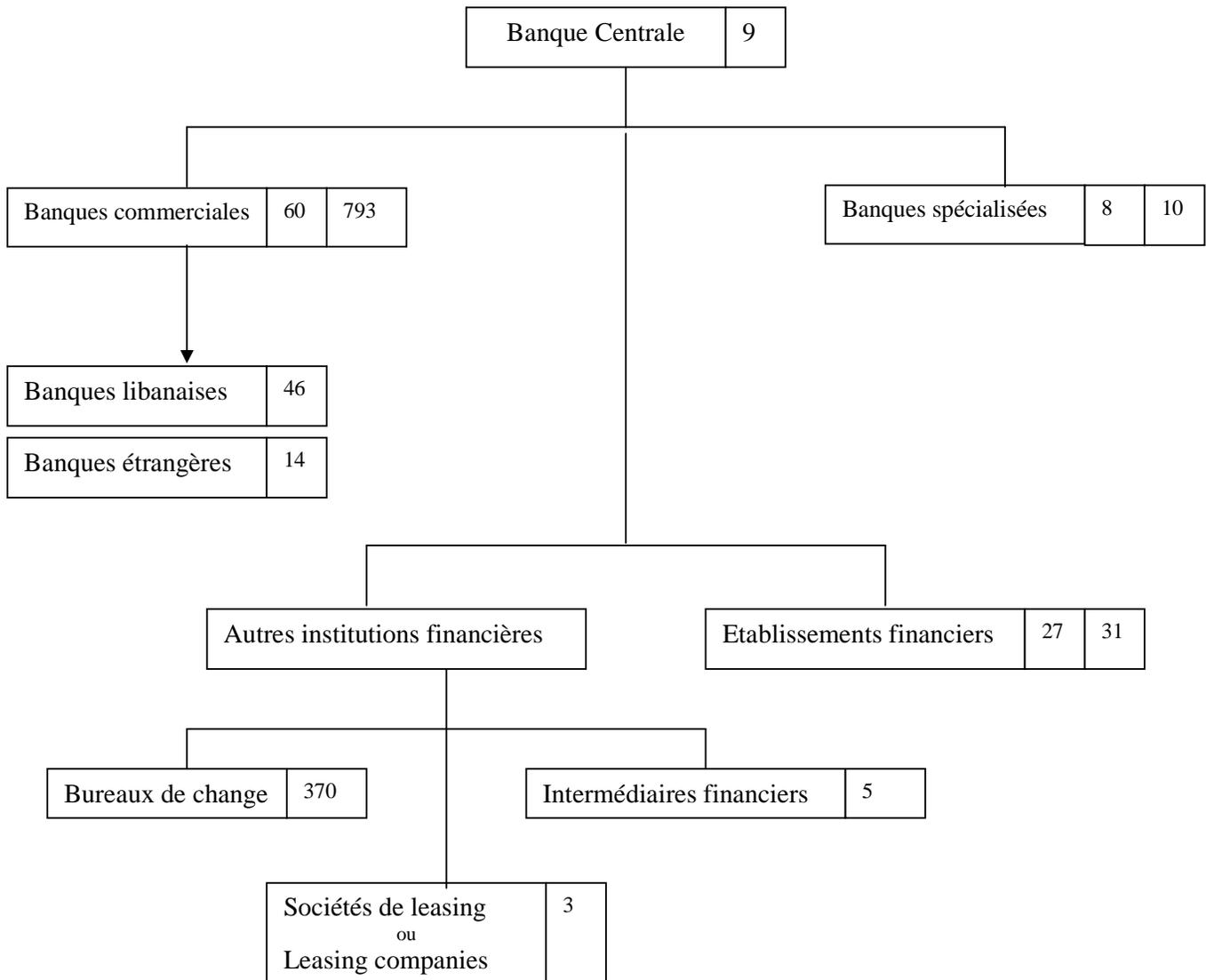
\* Elles font partie des 8 banques spécialisées.

Figure 3.2 : La Structure du Système Bancaire Jordanien en 2002



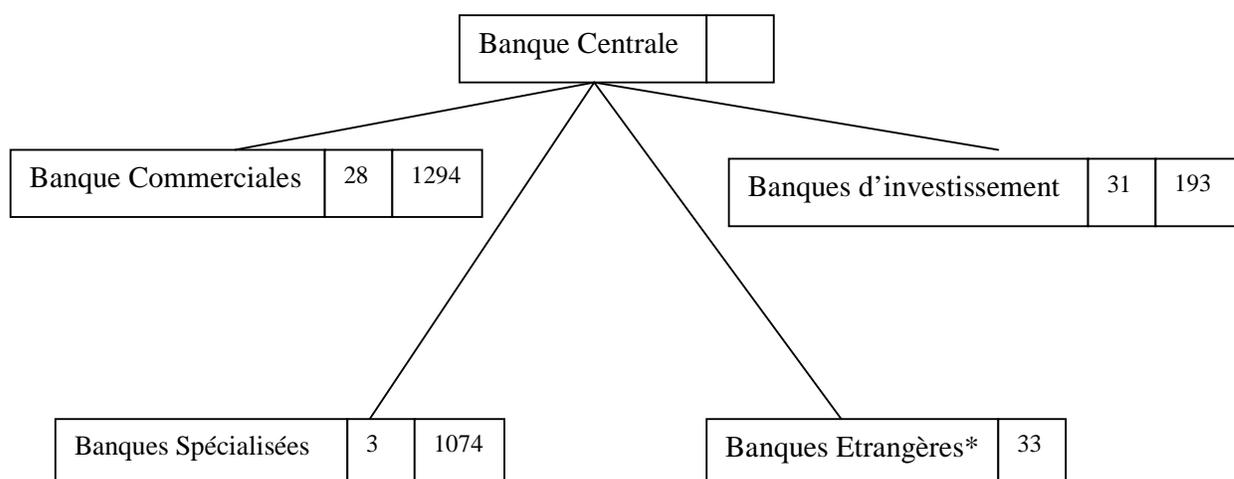
Source : BCJ

**Figure 4.2 : La structure du Secteur Bancaire Libanais en 2002**



Source : BCL

**Figure 5.2 : La Structure du Secteur Bancaire Egyptien en 2002**



\* Agences de Représentation

Source : BCE

### **3.2. Le marché financier en Egypte, en Jordanie et au Liban**

En général, le développement du marché du capital dans ces 3 pays représente une dimension essentielle dans le processus d'assainissement économique, particulièrement dans le processus de la privatisation ; parce qu'il est considéré comme un élément important du fonctionnement de l'économie libre avec les instruments du marché pour gérer les activités économiques.

L'importance de ce marché tient à :

- 1) sa contribution au financement des projets à moyen et long terme.
- 2) son efficacité dans la répartition des ressources économiques entre tous les secteurs économiques.
- 3) sa capacité à rassembler les épargnes nationales et à attirer les investissements étrangers.

#### **3.2.1. En Egypte**

L'installation des 2 bourses du Caire et d'Alexandrie date de 1903 et 1883. La Bourse égyptienne (Egyptian Stock Exchange) se compose de ces 2 bourses.

En 2002, 1150 entreprises ont été enregistrées à la Bourse avec une capitalisation de 26,338 milliards \$, ce qui représente 24% du PIB [Tableau (3.2 et 4.2)].

En 1995, malgré le nombre élevé de compagnies enregistrées (676), sa capitalisation n'était que de 8,074 milliards \$, ce qui représentait 13,43% du PIB. Comme pourcentage du PIB la capitalisation s'est accrue pour atteindre 37,22% en 1999, comparé à 5% en 1992.

En consultant le [Tableau 5.2] on remarque que le volume d'échanges s'accroît progressivement de 1995 jusqu'en 2001, année qui a confirmé le recul des activités au sein de l'économie égyptienne.

#### **3.2.2. En Jordanie**

Le 1<sup>er</sup> Janvier 1978 a vu la naissance de la Bourse jordanienne (Amman Financial Market). Le nombre des compagnies listées à la Bourse en 2002 était de 158 avec une capitalisation de 7,087 milliards \$, ce qui représente 76,24% du PIB [Tableau 3.2]. Le volume d'échanges (value traded) dans le marché primaire et secondaire a augmenté de 42,9% (1335 millions \$ en 2002, comparé aux 934 millions \$ en 2001). En fait, le volume d'échange enregistré en 2001 a été le plus élevé pendant plusieurs années. Il a atteint 934,3 millions \$ en 2001, une augmentation de 528,5 millions \$ par rapport au niveau enregistré en 2000, avec une hausse de 130,2% [Tableau 5.2].

En 2002, le nombre d'actions négociables (shares traded) s'est élevé à 455,6 millions d'action, comparées à 332,4 millions d'actions en 2001, une augmentation de 37,1% [Tableau 6.2]. En 2001, la Bourse d'Amman a été classée cinquième parmi les 40 bourses des marchés émergents et deuxième parmi les bourses arabes (Source : BCJ, Annual Report 2001 et 2002). Il faut souligner que la Bourse jordanienne en 2003 a enregistré une augmentation de 53 % par rapport à l'année 2002. La valeur totale des titres cotés était de 10,860 milliards \$ représentant 117% du PIB. (Source : Chihan 'magazine hebdomadaire jordanien', 03/01/2004).

Il faut noter que le secteur bancaire et les compagnies financières constituent plus de 50% de la capitalisation boursière.

### **3.2.3. Au Liban**

La Bourse libanaise (Beyrouth Stock Exchange) a été établie le 3 Juillet 1920. Le début de la guerre civile libanaise (1975) a marqué une baisse de l'activité de la bourse jusqu'en 1983, date de la fermeture de la Bourse. Le 25 Septembre 1995, la Bourse a été rouverte. En 2002 il y avait 13 compagnies listées à la Bourse avec une valeur de 2,632 milliards \$, ce qui représente 15,42 % du PIB. (Source: CBL/ Financial Markets Hand book, December, 31, 2002). Par contre, la valeur totale des titres cotés en 1996 un ans après l'ouverture de BSE était de 2,500 milliards \$ représentant 19,5% du PIB. Les statistiques sur la Bourse libanaise montrent que le volume d'échange (value traded) en 2002 a diminué de 64 % par rapport à celui enregistré en 1998 [Tableau 5.2]. Par conséquent, la valeur des titres cotés a diminué pour atteindre 3,020 milliards \$ à la fin de 1999 contre 3,670 milliards \$ en 1998, une baisse de 17,7% [Tableau 3.2]. Pendant les années 2000 et 2001, la capitalisation boursière était en baisse de 25% par rapport à 1999 [Tableau 3.2], ce qui reflète la récession au sein de l'économie au cours de ces années. C'est seulement en 2002 que la bourse a commencé à reprendre vigueur. En 2002 la valeur d'échange était 118,896 millions \$ contre 52,968 millions \$ en 2001. La capitalisation a alors augmenté pour atteindre 2,632 milliards \$. [Tableaux (3.2 ,5.2)]

Les banques d'investissement, dont le rôle essentiel est le financement à moyen et long terme, ont un rôle important dans le développement de la Bourse libanaise. Les statistiques publiées sur l'activité de la Bourse de Beyrouth à la fin de 1996 indiquent que 4 banques participaient à la moitié du volume total des activités (Source : Arab Banks Union, n° 218, February 1999, pp. 66-68).

Comme nous l'avons vu, ces marchés financiers dans les 3 pays sont de petite taille en termes de capitalisation boursière. En fait, le ratio de la capitalisation du marché confirme la petite taille de ces marchés, sauf pour la Jordanie qui a réalisé de bons chiffres concernant le développement de sa Bourse et la taille importante de son marché par rapport au PIB. Un autre indicateur est très important pour déterminer le développement de chaque Bourse et son importance dans l'économie. En effet, la valeur totale des actions échangées sur le marché boursier en pourcentage du PIB, est utilisée pour compléter le ratio de la capitalisation par rapport au PIB. En effet la capitalisation d'un marché peut être importante mais si les échanges sont moins nombreux, il s'ensuit que la liquidité du marché est modeste. Si on calcule à partir du [Tableau 8.2] la moyenne de la valeur des actions échangées en pourcentage du PIB pour la période 1995-2002 on obtient :

Egypt Capital Market	6,90%
Amman Financial Market	8,12%
Beirut Stock Market	1,34%

Nous pouvons observer que les échanges sont peu importants par rapport à la taille de l'économie dans les 3 pays.

Un autre indicateur décisif pour mesurer la liquidité du marché boursier est celui du turnover, c'est-à-dire la valeur des actions échangées par rapport à la capitalisation du marché. Ce ratio est important dans le cas des petits marchés car il se peut que le marché soit petit mais très actif. Un turnover important indique la facilité de vendre les titres sur le marché à faible coût de transaction [Ayoub (2003) et Demirguç-Kunt & Levine (1996a)].

Si on calcule la moyenne de ce ratio pour la période 1995-2002 à partir du [Tableau 9.2], on obtient :

Egypt Capital Market	24,23%
Amman Financial Market	11,28%
Beirut Stock Market	6,61%

Les conclusions de ce tableau indiquent que la Bourse libanaise n'est pas seulement petite mais peu liquide et peu active.

Malgré la taille importante de la Bourse jordanienne par rapport à l'économie, le ratio de turnover ne dépasse pas en moyenne 11%, ce qui indique l'absence de liquidité de ce marché ainsi que la faiblesse des échanges.

L'Egypte, dont la capitalisation boursière est la plus grande des trois pays, a une Bourse dont la taille en pourcentage du PIB n'a jamais dépassé 40% ; de plus, le ratio du turnover est modeste bien qu'il soit le meilleur du groupe (24% en moyenne).

En ce qui concerne la part détenue par les étrangers dans ces Bourses, il apparaît que la valeur des actions échangées par les étrangers en Egypte était de 27% en 2002 -par rapport à la totalité- contre 73% pour les Egyptiens (Source : Union des banques arabes, mai 2003, pp. 9-17).

En Jordanie, la valeur totale des actions achetées par les investisseurs étrangers en 2002 était de 329,196 millions \$ représentant 24,6% de la valeur des actions échangées (Source : CBJ, Annual Report, 2002).

Au Liban, la valeur des actions négociées par les étrangers par rapport aux valeurs des actions échangées en 2002 ne représente que 12% (Source : BCL, 2002).

Enfin, on observe que les banques occupent une place importante dans les échanges boursiers dans les 3 pays.

**Tableau 3.2 : La Capitalisation Boursière : 1995 – 2002**  
**En milliards \$**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Egypt Capital Market	8,074	14,184	20,875	24,381	33,038	30,791	24,309	26,339
Amman Financial Market	4,724	4,556	5,456	5,863	5,835	4,943	6,314	7,087
Beirut Stock Market		2,500	3,260	3,670	3,020	2,240	2,244	2,632

Sources:

Egypte et Jordanie: Arab Monetary Fund, AMDB.

Liban : CBL, Financial Markets Handbook, December 31, 2002.

**Tableau 4.2 : Le nombre des compagnies listées**  
**1995-2002**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Egypt Capital Market	676	646	650	861	1033	1071	1110	1150
Amman Financial Market	97	97	139	150	152	163	161	158
Beirut Stock Market		6	8	12	13	13	14	13

Sources: Arab Monetary Fund, AMDB.

**Tableau 5.2 : La Valeur des actions échangées (Value Traded)**

En millions de \$

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Egypt Capital Market	672,11	2.579,0	6.017,91	5.367,55	9.725,66	11.798,64	5.912,89	6.443,71
Amman Financial Market	516,73	351,10	501,83	654,62	549,34	405,91	934,38	1.334,67
Beirut Stock Market		66,45	639,827	330,458	90,535	117,963	52,968	118,896

Sources:

Egypte et Jordanie: Arab Monetary Fund, AMDB.

Liban: CBL, Financial Markets Handbook, December 31, 2002.

**Tableau 6.2 : Le nombre d'actions échangées (Shares Traded)**

En millions

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Egypt Capital Market	46,25	170,40	274,76	410,69	846,09	952,66	1.184,01	832,86
Amman Financial Market	125,07	162,40	191,10	248,56	263,61	178,32	335,11	455,72
Beirut Stock Market		2,018	59,174	42,235	16,836	19,971	14,731	26,184

Sources:

Egypte et Jordanie: Arab Monetary Fund, AMDB.

Liban : CBL, Financial Markets Handbook, December 31, 2002.

**Tableau 7.2 : La taille du marché (le ratio de la capitalisation du marché)**

En % de PIB

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Egypt Capital Market	13,43%	21,04%	28,58%	30,78%	37,22%	32,33%	23,83%	24,73%
Amman Financial Market	72,85%	67,30%	75,99%	74,18%	71,83%	58,39%	71,51%	76,25%
Beirut Stock Market		19,50%	22,81%	23,64%	17,98%	13,38%	13,64%	15,42%

Les chiffres calculés à partir des données ci-dessus.

**Tableau 8.2 : La valeur totale des actions échangées en pourcentage du PIB  
(Value traded / PIB)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Egypt Capital Market	1,12%	3,83%	8,24%	6,78%	10,96%	12,39%	5,80%	6,05%
Amman Financial Market	7,97%	5,18%	6,99%	8,29%	6,76%	4,80%	10,58%	14,36%
Beirut Stock Market		0,51%	4,48%	2,13%	0,54%	0,70%	0,32%	0,70%

Tableau élaboré par nos soins à partir des données ci-dessus.

**Tableau 9.2 : Ratio Turnover  
(La valeur totale des actions échangées en pourcentage de la capitalisation)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Egypt Capital Market	8,32%	18,18%	28,83%	22%	29,44%	38,32%	24,32%	24,46%
Amman Financial Market	10,94%	7,70%	9,20%	11,17%	9,41%	8,21%	14,80%	18,84%
Beirut Stock Market		2,64%	19,63%	9,0%	3,0%	5,27%	2,36%	4,52%

Tableau élaboré par nos soins à partir des données ci-dessus.

La question qui se pose est de savoir : Pourquoi ces marchés sont petits et peu actifs ?

Nous allons répondre à cette question au cas par cas parce que chaque marché se caractérise par des spécificités différentes les unes des autres:

- Pour le cas égyptien, Achour (2001) a répondu à cette question en expliquant que la structure du marché financier a joué un rôle négatif dans le processus d'attraction des capitaux à long terme. Pour lui, cette structure n'était pas un facteur d'incitation à l'échange sur le marché. Il a analysé les raisons structurelles qui ont participé à la crise du marché financier égyptien :

1- La bourse égyptienne est petite et très limitée parce que la majorité des capitaux des entreprises listées dans le marché représente une propriété fermée (close), c'est-à-dire que leurs actions ne sont pas négociables à cause de la concentration de propriété par un petit nombre d'individus proches de la même famille, et refusant que les étrangers (égyptiens ou non égyptiens) entrent dans leur propre propriété. Cet état d'esprit signifie un recul de la démocratie pour ce qui a trait à la propriété (un grand nombre d'associés), en même temps qu'il donne le modèle de l'entreprise de participation publique. Ces propriétés familiales fermées empêchent la diffusion du modèle de l'entreprise de participation qui élargirait la base de la propriété.

2- Les «market makers» jouent un rôle insuffisant ; ils seraient pourtant utiles pour la stabilité et l'augmentation des opérations sur le marché.

3- La faiblesse de supervision des activités du marché permet aux grands investisseurs de profiter de la hausse de l'indice du marché (la reprise), et en même temps d'éviter les pertes

quand l'indice baisse. Dans une telle situation les grands perdants sont les petits investisseurs sans expérience.

4- Le manque d'informations sur les entreprises ou le retard dans leur diffusion favorise seulement quelques investisseurs qui possèdent davantage d'informations, ce qui leur permet de réaliser des gains au détriment des autres à cause de situations déséquilibrées quant aux informations disponibles.

- Ayoub (2003) a expliqué pourquoi la bourse libanaise est petite et peu active : «la faiblesse de la Bourse est imputable à la concurrence que représente le marché des bons du Trésor grâce à leur taux d'intérêt élevés». Mais il y a une autre raison à notre avis, celle des réglementations intérieures de la BSE qui permettent seulement aux banques d'investissement, institutions financières et firmes de courtage des titres d'exercer les opérations sur la Bourse par la vente et l'achat. (Source: CBL, Financial Markets Hand Book, December, 31, 2002).

- En ce qui concerne la Jordanie, il faut rappeler que la taille de la bourse jordanienne rapportée à l'économie est plus grande que dans les 2 autres pays d'étude. Pour la période (1999-2003), elle est de l'ordre de 79% du PIB.

Ensuite, la propriété des non-Jordaniens dans les compagnies listées à la Bourse à la fin 2002 représente 37,4% de la capitalisation du marché. Au niveau sectoriel, les étrangers possèdent 50,2% des actions du secteur bancaire, 28,8% du secteur des services, 26,4% du secteur industriel et 18,9% du secteur de l'assurance [Source : BCJ, Annual Rapport, 2002]. Ces chiffres montrent que la Bourse a réussi à attirer les investisseurs étrangers dans l'objectif du financement à long terme des projets.

Mais si on compare la taille du marché : 7,087 milliards \$ en 2002, avec les actifs du secteur bancaire : 21,297 milliards \$, on se rend compte que ce marché est petit. De plus, la Bourse n'est pas très liquide avec un ratio de turnover de 11,28% en moyenne. Il convient de imputer au :

1- Faible niveau de liquidité des titres à cause de la faible capacité d'absorption du marché des opérations de ventes extensives, accompagnée d'une baisse importante des prix ou une hausse injustifiable des prix dans le cas d'une augmentation de la demande.

2- Manque de transparence des informations financières sur les entreprises qui émettent les titres.

3- Risque élevé d'investissement sur ce marché à cause des variations soudaines très nombreuses et de la limitation des instruments.

Pour ces raisons, il n'est pas surprenant de constater que les agents à capacité de financement dans ces trois pays préfèrent épargner dans les biens immobiliers et les dépôts bancaires, vu leur rentabilité et la sécurité qu'ils offrent.

#### **Section 4. L'arbitrage entre système financier basé sur le marché financier et système financier bancaire 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 & 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 comme la Jordanie, l'Égypte et le Liban. 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. 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),
- 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 & Chatelain (1995a) 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 & 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. Par ailleurs, nous pensons que le grand nombre de projets indépendants et diversifiés dans plusieurs secteurs diminue les risques de crédits et assure une bonne qualité moyenne des actifs bancaires.

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 & Chatelain (1995b)].

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 & Vishny (1997)]. 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 & 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 & Chatelain (1995a), 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. 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 & Chatelain (1995b)].

Nous venons de voir que chaque type de financement a ses propres sources d'efficacité et ses propres sources d'inefficacité. Elles ne nous permettent pas de désigner tel ou tel système comme supérieur à l'autre dans le financement de l'économie, c'est-à-dire il ne faut pas généraliser en décrétant que tel système est supérieur à tel autre. 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.

#### 4.1. 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.

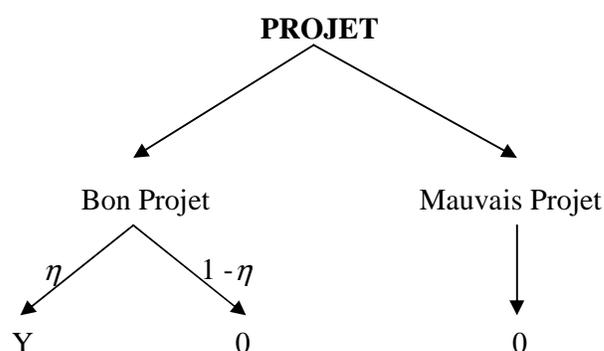
3- Chaque firme doit choisir entre 2 projets :

Le bon projet ou le mauvais projet. Ce choix dépend de l'état de flexibilité de la firme qui est connue publiquement<sup>14</sup> :

- a. avec la probabilité  $\theta \in (\underline{\theta}, \bar{\theta}) \subset (0,1)$  que la firme (l'emprunteur) se retrouve en état de flexibilité basse (FB), elle ne peut choisir que le bon projet.
- 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.

Jones R & Ostroy J (1984) ont relié la valeur de la flexibilité à la quantité d'informations reçues par un agent.

**Figure 6.2 : Les hypothèses du projet économique (bon ou mauvais) et les probabilités de son rendement**

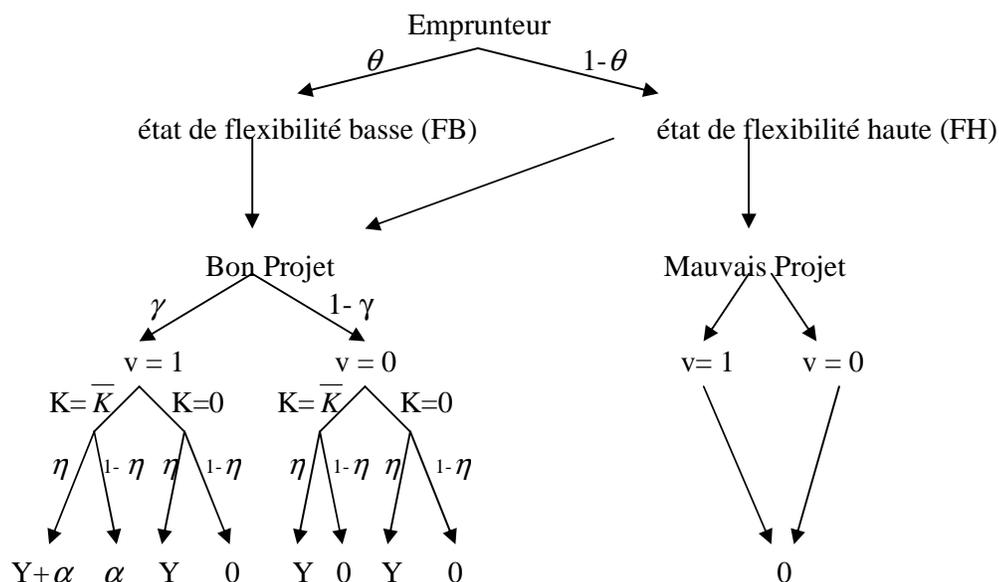


<sup>14</sup> «Project availability is stochastic. With probability  $\theta \in (\underline{\theta}, \bar{\theta}) \subset (0,1)$ , the firm finds itself in the “low flexibility” (LF) state in which it has only the good project available. With probability  $1 - \theta$ , the firm finds it self in the “high flexibility” (HF) state and has both the good and the bad project available».[Boot & Thakor (1997)]

La figure 6.2 montre que le bon projet lui-même donne un rendement contractable à la fin de son échéance (contractible end of period return) qui égale à  $Y$  avec probabilité  $\eta$  et avec probabilité  $1 - \eta$  que son rendement est zéro.

Le rendement contractable du mauvais projet est égal à zéro avec la probabilité 1. Mais ce projet donne au gestionnaire de la firme endettée une rente privée (non contractable) égale à  $N$  si elle investit dans ce mauvais projet. Supposons que  $\eta Y > N$ , alors l'emprunteur (la firme) préfère toujours le bon projet avec un financement interne (self-finance).<sup>15</sup>

**Figure 7.2 : Le choix du mauvais ou du bon projet par l'emprunteur selon son état de flexibilité sous les hypothèses de Boot et Thakor (1997) pour le choix optimal de ses sources de financement**



#### 4- Le rendement du projet :

Il dépend du projet lui-même et de l'effort de la firme:

- Si la firme décide de ne rien investir, c'est-à-dire ( $K = 0$ ), alors le rendement du bon projet a 2 possibilités :

Avec probabilité  $\eta$ , le rendement est  $Y$ , avec  $Y > 0$

<sup>15</sup> «The contractible end-of-period return for the good project has a probability distribution with a two-point support: with probability  $\eta$  the end-of-period return will be  $Y > 0$ , and with probability  $1-\eta$  it will be 0. The contractible end-of-period return for a bad project will be 0 with probability 1, but this project offers the borrowing firms manager a noncontractible private rent,  $N$ , from investing in the bad one. Let  $\eta Y > N$ , so the borrower prefers the good project with self finance». [Boot & Thakor (1997)]

Avec probabilité  $1 - \eta$ , le rendement est 0.

- Si la firme décide d'investir dans le bon projet  $K = \bar{K} > 0$  avec  $K \in \{0, \bar{K}\}$ , cet effort n'est pas observé par les agents extérieurs. Dans ce cas, le bon projet donne une rente supplémentaire  $\alpha \in (0, 1)$  qui sera conditionnée par  $v \in (0, 1)$ <sup>16</sup>. Cette rente supplémentaire dépend des bonnes conditions de l'environnement économique, par exemple, une récession économique ou non, la demande globale sur les biens de la firme, etc.

\* si  $v = 1$  et si la firme choisit de faire l'effort d'investir  $K = \bar{K}$  {emprunt + investissement interne}, alors le rendement du bon projet sera :

\_  $Y + \alpha$  avec la probabilité  $\eta$

\_  $\alpha$  avec la probabilité  $1 - \eta$

\* si  $v = 1$  et si la firme décide de rien investir pour améliorer le projet,  $K = 0$  (seulement emprunter), le rendement du bon projet a 2 probabilités :

\_ avec la probabilité  $\eta$  que le rendement =  $Y$

\_ avec la probabilité  $1 - \eta$  que le rendement = 0.

Enfin la rente du mauvais projet est zéro dans tous les cas, soit  $v = 1$  et  $v = 0$ .

Il est à noter que la probabilité que  $v = 1$  est  $\gamma$  et la probabilité que  $v = 0$  est  $1 - \gamma$ .

Alors l'amélioration de rendement de la firme dépend de l'effort fourni par la firme (investir  $K = \bar{K}$  ou non) et de la réalisation de bonne condition telle : (la demande sur ses biens).<sup>17</sup>

5- On dénombre 3 types d'agents dans l'économie :

1) les agents informés qui investissent  $M$  pour acquérir l'information, c'est-à-dire pour connaître  $v$ . Ils rivalisent entre eux pour acheter les titres des firmes (former un marché financier).

2) les agents de contrôle (monitoring agents) : ils investissent aussi dans  $M$  pour observer  $v$ . Ils se rassemblent pour établir une institution financière (la banque) afin d'offrir les fonds aux firmes qui ont besoin de financement et de contrôler le bon fonctionnement des emprunteurs.

3) les agents non informés qui ignorent  $v$  et qui ont 3 possibilités :

a) choisir d'investir dans  $M$  pour connaître  $v$  et devenir des agents informés qui se concurrencent comme des négociants du marché financier.

<sup>16</sup>  $\alpha$  is conditioned on a favorable realization of an 'environmental' or 'market' random variable ( $v$ ) which is specific to each firm rather than being an economy wide variable.

<sup>17</sup> The improvement in the project return depends on borrower-specific investments as well as the realization of exogenous uncertainties like market demand.

b) choisir d'investir dans M pour recevoir  $v$  afin de devenir des agents de contrôle qui coopèrent pour établir une banque.

c) s'ils n'investissent pas dans M, ils restent des agents non informés qui peuvent investir dans le marché financier ou dans les banques par leurs dépôts bancaires contre un taux fixe (taux d'intérêt).

Enfin, il y a une mesure minimum des agents de contrôle nécessaire pour empêcher l'emprunteur de choisir le mauvais projet [ $A^* < 1$ ].

6- À l'équilibre, le profit anticipé d'un agent non informé est zéro et celui d'un agent du contrôle ou d'un agent informé est zéro. Alors, à l'équilibre, l'agent non informé (discretionary agent) doit être indifférent pour devenir un agent du contrôle, un négociateur informé sur le marché ou rester un agent non informé (déposant ou négociateur). Donc, si le coût pour devenir un agent informé est très élevé, tous les agents préféreront rester des agents non informés ; alors les mesures des agents informés ou du contrôle seront égales à zéro.

7- On suppose que :

$$\gamma \alpha < \bar{K} < \eta \alpha \quad (1)$$

-  $\gamma \alpha < \bar{K}$  → Dans le cas où la firme n'est pas informée de  $v$ , son investissement ne sera pas rentable. On suppose que  $\gamma \alpha - \bar{K} < 0$ , où  $\gamma \alpha$  est la rente anticipé (prévu) du projet si l'emprunteur n'est pas informé de ( $v$ ). on suppose que  $\gamma < \alpha \Rightarrow \gamma \alpha < \bar{K} < \eta \alpha$

-  $\eta \alpha > \bar{K}$  → Implique que l'investissement de la firme informée soit rentable.

8- La demande totale sur les titres de la firme emprunteuse sur le marché financier observée par les «market makers» :

$$D = D_1 + L \quad \text{où}$$

$$1) D_1 = \Omega d_1$$

$D_1$ , la demande totale des agents informés sur le marché financier.

$\Omega$ , une mesure des agents informés qui  $\in (0,1)$  parce que chaque négociateur informé donne l'ordre

$d_1 = 1$  si le signal  $v = 1$  et  $d_1 = 0$  si  $v = 0$

2)  $L$ , c'est la demande des agents non informés (liquidity traders).

Tandis que la demande des agents informés (informed traders) est déterminée de manière endogène, la demande des agents liquides qui ignorent  $v$  est exogène. Il est possible que leur demande totale sur le titre soit différente de 1 ( $\neq 1$ ), c'est-à-dire que l'offre du titre est supérieure à la demande. Ce phénomène peut expliquer l'hypothèse selon laquelle une partie des agents non informés (uninformed discretionary traders) se réunit pour établir des groupes de coalition (market makers) qui rivalisent pour obtenir un profit zéro à l'équilibre et corriger le déséquilibre de l'offre - demande sur le marché. Chaque groupe observe tous les ordres pour le titre de sécurité, il prend une position à long terme si l'offre est supérieure à la demande et une position à court terme si la demande est supérieure à l'offre. Le prix déterminé par les «market makers» sera le taux d'intérêt du titre à l'équilibre.

Gorton & Huang (2004) sont clairs à ce propos: «In the finance literature, liquidity is not explicitly modelled. Rather there are “noise traders” or “liquidity traders” modelled as exogenous random amounts of buy and sell orders. The other side of the market is the “market maker” who has an inventory that potentially can be long or short an infinite amount. Because the market maker's inventory is infinite, the price set is equal to expected value of the payoff (conditional on available information) ».

## 4.2. Les scénarios du comportement des agents

Nous allons présenter 4 scénarios :

**1<sup>er</sup> scénario** : si les agents informés forment une banque, ils repèrent  $v$  et essaient de faire passer cette information à la firme emprunteuse. Cette communication est, soit :

- 1) une fausse communication : l'emprunteur demeure non informé de  $v$  et il n'investit rien pour l'amélioration du projet, alors  $K = 0$ .
- 2) une vraie communication : dans ce cas, la décision de la firme de faire l'effort ou non dépend de  $v$  révélée ; alors la firme investit et on obtient, soit  $K = \bar{K}$  quand il est optimal ou  $K = 0$  (voir Figure 7.2).

**2<sup>ème</sup> scénario** : si les agents informés rivalisent dans le marché financier.

A l'équilibre, le marché financier est constitué par les négociateurs liquides (liquidity traders), les agents informés (informed traders) et les agents non informés (uniformed discretionary traders). Les agents informés sont les seuls qui connaissent  $v$  mais leur demande sur le titre diffuse cette information. Chaque agent informé va couvrir le coût de l'acquisition de l'information grâce à la présence des négociateurs liquides qui rend les prix rigides (prices noisy) et les profits des agents informés soutenus.

**3<sup>ème</sup> scénario** : si les agents de contrôle décident de négocier dans le marché financier, ils échouent à coordonner leurs actions car pour être efficace sur le marché un nombre suffisant de ces agents doit surveiller et contrôler [ $A^*$ ]. Alors, chaque agent dépend d'autres agents pour le contrôle. Cette dépendance et la petite taille de chaque agent laisse le marché financier sans contrôle efficace. Diamond (1984) a expliqué cette inefficacité: «However, the cost of monitoring may be very high if there are many lenders. If there are ( $m$ ) outside security holders in a firm and it costs  $K > 0$  to monitor, the total cost of direct monitoring is [ $m.K$ ]. This will imply either a very large expenditure on monitoring or a free rider problem where no security holder monitors because his share of the benefit is small. The obvious thing to do is for some security holders to monitor on behalf of others, and we are then faced with analysing the provision of incentives for delegated monitoring».

En effet, le marché financier est inefficace dans la mesure où il ne peut pas empêcher les emprunteurs d'investir dans le mauvais projet quand ils ont le choix, c'est-à-dire quand ils sont en état de flexibilité haute. Le marché financier est inefficace parce que il n'arrive pas à rassembler un nombre suffisant d'agents de contrôle pour empêcher le mauvais choix de se réaliser.

**4<sup>ème</sup> scénario** : Pour résoudre ce problème de manière efficace, une coalition d'agents de contrôle doit être établie (banque) dont la mesure minimum pour être efficace est  $[A^*]$ . Chaque agent verse 1\$ qu'il prête à la firme et  $M$ \$ pour le contrôle. Ces agents offrent  $A^*$ \$ des fonds prêtables et  $MA^*$ \$ de sources d'audit. On suppose que :

$$\bar{\theta} [1 + A^* M] - 1 < 0 \quad (2)^{18}$$

Cette équation signifie que le crédit bancaire accordé sans audit (contrôle) n'est pas rentable. Il est à noter que s'il y a insuffisance de fonds prêtables ( $1 - A^*$ ), ceux-ci seront toujours approvisionnés par les déposants non contrôleurs (non-monitoring depositors).

---

<sup>18</sup> «To understand this equation intuitively, note that the following two conditions are sufficient (but not necessary) to obtain equation (2): i)  $\bar{\theta} \eta Y < 1$ , which implies that an unmonitored project has a negative net present value (NPV), and ii)  $\eta Y > 1 + A^*M$ , which implies that a monitored project has a positive NPV. ». [Boot & Thakor (1997)]

### 4.3. La détermination du taux d'intérêt à l'état d'équilibre

#### 4.3.1. Le crédit bancaire

La banque dans ce modèle, contrôle ex-ante le choix de la firme entre le bon et le mauvais projet. La connaissance ex-ante de la qualité des projets inclut par exemple des coûts de défaillance des emprunteurs, du risque ou du rendement espéré attaché à leurs projets [Stiglitz & Weiss (1981)].

**On suppose que la banque ne connaît pas  $v$ .** Alors, la firme ignore  $v$  parce qu'il n'y a aucun signal qui circule de la banque vers la firme concernant  $v$ . En appliquant l'équation (1), la firme ne peut pas investir  $K = \bar{K}$ .

La banque détermine le prix de son crédit (le taux d'intérêt du crédit [ $r_B$ ]) qui correspond à son profit anticipé à l'équilibre (zéro). Alors, le facteur de l'intérêt de crédit <sup>19</sup>(1 + le taux d'intérêt)  $r_B$  va résoudre  $r_B$ , 
$$\eta r_B = 1 + A * M$$

$$\text{d'où} \quad r_B = \frac{1 + A * M}{\eta} \quad (3)$$

Il est dans l'intérêt de la banque de contrôler le choix de la firme, si non, son profit anticipé sera négatif.

#### Démonstration :

Le rendement anticipé du crédit accordé par la banque si elle ne le contrôle pas :

$$\theta \eta \frac{1 + A * M}{\eta} - 1 = \theta [1 + A * M] - 1$$

Par l'équation (2) on a  $\theta [1 + A * M] - 1 < 0$

Exemple : supposons  $\theta = 70\% \Rightarrow 0.7 [1 + \text{zéro}] - 1 = -0.3$

Alors il est dans l'intérêt de la banque de le contrôler pour que  $\theta [1 + A * M]$  devienne  $> 1$ , ce qui lui procure un profit anticipé  $> 0$ .

On peut conclure que dans le cas où la banque ne le contrôle pas, la firme ne choisit d'investir dans le bon projet qu'avec une probabilité  $\theta$ , si elle est seulement en état de flexibilité basse. Il n'en découle une probabilité  $1 - \theta$  que si la firme est en état de flexibilité haute et choisit le mauvais projet. Le contrôle bancaire, dans les 2 états de flexibilité, va inciter la firme à choisir le bon projet.

---

<sup>19</sup> « Thus, the loan interest factor (one plus the interest rate)  $r_B$  solves  $\eta r_B = 1 + A * M$  » Boot & Thakor (1997)

Par ailleurs, nous devons souligner que le taux d'intérêt représente le prix du crédit, c'est-à-dire ce que l'emprunteur promet de rembourser et non ce qu'il paiera. La banque sera obligée de surveiller le bon engagement de l'emprunteur pendant la vie de sa dette (contrôle ex-post), ce qui augmente davantage le coût de contrôle. La connaissance ex-post de la banque s'applique particulièrement aux informations sur le revenu du projet. Guille (1994) confirme que « la confiance de la banque intervient à un double niveau : lors de l'estimation de la qualité des projets puis de l'examen de la fiabilité de celle-ci ».

#### 4.3.2. La détermination du taux d'intérêt du titre de sécurité sur le marché financier :

Nous venons de voir par l'hypothèse 8 que les agents informés n'achètent pas le titre de sécurité sauf si le signal  $v = 1$ . Par ailleurs, chaque groupe de (market maker) observe la demande totale sur le titre  $D = D_1 + L = \Omega d_1 + L$  afin de décider si cette demande sera suffisante pour que la firme emprunteuse investisse  $K = \bar{K}$  dans le projet qui va augmenter le rendement du projet d'une somme supplémentaire  $\alpha$ . Le projet est socialement efficace avec la probabilité :  $\Pr(v = 1 / D) \alpha > \bar{K}$

Par l'équation (1), la firme ne s'engage pas dans l'investissement sauf si :

$$\Pr(v = 1 / D) \eta \alpha > \bar{K} \quad (4)$$

La firme détentrice du bon projet bénéficie de la rente supplémentaire  $\alpha$  soit le projet réussi ou non si  $v = 1$  est réalisé (Voir Figure 7.2). On a vu dans l'hypothèse 3 que si  $v = 1$  et si la firme décide d'investir  $K = 0$  on a 2 probabilités :

- 1) probabilité  $\eta$  que le rendement soit égale à  $Y$
- 2) probabilité  $1 - \eta$  qu'il soit égale à 0

le rendement du mauvais projet est zéro dans tous les cas. Alors, il est intéressant quand  $v = 1$  d'investir  $K = \bar{K}$  pour avoir la rente supplémentaire  $\alpha$  qui est  $> \bar{K}$ .

Cette probabilité est conditionnée par la demande. Plus  $D$  augmente et plus  $\Pr(v = 1)$  augmente aussi.

Il y a une demande minimum à partir de laquelle la firme décide d'investir  $K = \bar{K}$  pour améliorer le projet.

$$\Pr(v = 1 / D_{\min}) \eta \alpha = \bar{K}$$

$$\text{d'où } \Pr(v = 1 / D) \eta \alpha \geq \bar{K} \quad \text{pour } D \geq D_{\min} \quad (5)$$

Alors, la firme n'investit  $K = \bar{K}$  que si  $D \geq D_{\min}$ .

La demande totale du titre de la firme sur le marché financier détermine  $K \in (0, \bar{K})$  et on obtient 2 taux d'intérêt :

1] si  $D < D_{\min}$  il s'ensuit  $K = 0$

$$\Rightarrow r(D) = r_{\max} \quad \text{où } \theta \eta r_{\max} + (1-\theta) \times 0 = 1$$

$$\Rightarrow r_{\max} = \frac{1}{\theta \eta} \quad (6)$$

Dans ce cas la firme doit payer un taux d'intérêt élevé ( $r_{\max}$ ) sur les fonds prêtables car le risque est grand. Ce taux confirme que le marché financier ne contrôle pas les firmes.

Démonstration :

En effet, ce taux est celui de la banque sans contrôle ( $r_B$ ) quand la firme ne fait pas d'effort.

Par l'équation (3)  $r = \frac{1+A^*M}{\eta}$ , puisque  $A^*M = 0 \Rightarrow r = \frac{1}{\eta}$ ,  $\theta = 1$

2] si  $D \geq D_{\min}$  d'où  $K = \bar{K}$

Par équation (5)  $\Pr(v = 1 / D) \geq \frac{\bar{k}}{\eta \alpha}$

$$\text{où } \theta \{ \Pr(v = 1/D) [\eta r(D)] + [(1-\eta)\alpha] + 1 - \Pr(v = 1/D) [\eta r(D)] + (1-\eta) \times \text{zéro} \} = 1$$

La rente  $\alpha$  avec cette probabilité  $1 - \Pr(v = 1/D) = \text{zéro}$

car la firme ne fait pas d'effort ( $K = 0$ ).

$$\text{d'où } r(D) = \frac{1 - \theta \Pr(v=1/D)(1-\eta)\alpha}{\theta \eta} \quad (7)$$

dans le cas où les agents sont certains que la firme va investir dans l'amélioration du projet, parce que la demande totale est suffisante, alors on a  $\Pr(v = 1 / D) = 1$

On obtient  $r_{\min}$  car le risque est bas.

$$\theta \{ 1 \times [\eta r_{\min}] + [(1-\eta)\alpha] + 0 \} = 1$$

$$\Rightarrow \theta \eta r_{\min} + \theta (1-\eta) \alpha = 1$$

$$\Rightarrow \theta \eta r_{\min} = 1 - \theta (1-\eta) \alpha$$

$$\Rightarrow r_{\min} = \frac{1 - \theta(1-\eta)\alpha}{\theta \eta} \quad (8)$$

On peut obtenir  $r_{\min}$  directement par l'équation (7) en remplaçant  $\Pr(v = 1/D)$  par sa valeur égale à 1.

#### 4.4. Le choix de la source de financement

Le choix de la source de financement d'un agent à besoin de financement sera déterminé par la comparaison entre l'espérance de son profit s'il choisit d'emprunter sur le marché financier et l'espérance de son profit s'il choisit le financement bancaire.

##### 4.4.1 Le financement par le marché financier

Si une firme décide d'emprunter sur le marché, le coût de son emprunt dépendra de l'information concernant la demande sur ses titres. Son choix d'investir  $K = 0$  ou  $K = \bar{K}$  est conditionné par la demande effectuée sur ses titres afin de maximiser son profit espéré.

La firme qui a besoin de financement va investir  $K = \bar{K}$  si les agents informés sur le marché découvrent que  $v = 1$  parce que dans ce cas  $D \geq D_{\min}$ . Mais il est possible que la firme choisisse d'investir  $K = \bar{K}$  même si les agents informés découvrent que  $v = 0$ , dans le cas où  $L \geq D_{\min}$  est réalisé,  $L$  étant la demande exogène des agents non informés qui ignorent  $v$  [voir hypothèse 8].

Le rendement espéré de la firme si elle s'endette sur le marché financier, se calcule ainsi :

$$E(R_F) = \theta \{ \gamma E(R_F) / v = 1 \} + (1 - \gamma) E(R_F) / v = 0 \} + (1 - \theta) N \quad (9)$$

Où  $E(R_F)$  est le rendement espéré inconditionné

$E(R_F) / v$  est le rendement espéré conditionné de la réalisation de  $v$  [voir Figure 7.2].

Explication de l'équation 9 :

La firme investit dans le bon projet avec probabilité  $\theta$  où le rendement a 2 probabilités :

- 1) probabilité  $\gamma$  que  $v = 1$ , alors le rendement  $\in (Y + \alpha, \alpha, Y, 0)$ , en fonction de  $K$  et de la réussite ou non du projet [Voir Figure 7.2].
- 2) Probabilité  $1 - \gamma$  que  $v = 0$ , alors le rendement  $\in (Y, 0)$ , en fonction de la réussite ou de l'échec du projet, c'est-à-dire avec une probabilité  $\eta$  que le projet réussisse et avec une probabilité  $1 - \eta$  qu'il ne réussisse pas et que le rendement de la firme soit égale à 0.

Par contre, la firme choisit d'investir dans le mauvais projet quand elle a le choix avec la probabilité  $1 - \theta$ .

#### 4.4.2. Le financement bancaire

Le coût de l'emprunt de la banque est déterminé par l'équation (3).

$$\Rightarrow E(R_B) = \eta Y - E(r_B)$$

La concurrence dans le secteur bancaire assure que

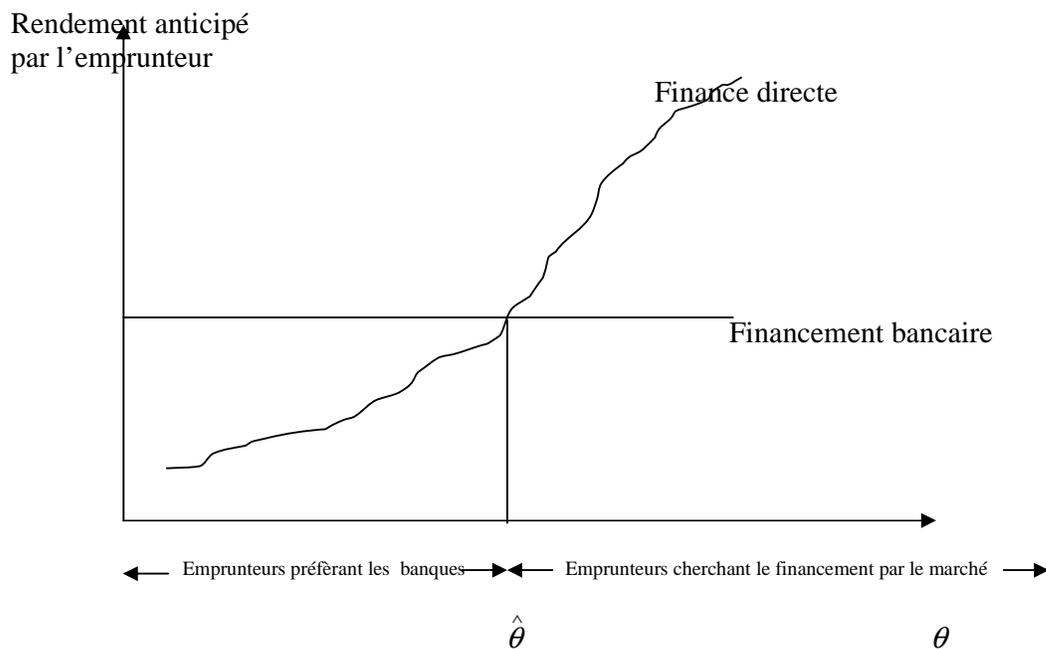
$$E(r_B) = 1 + A^*M$$

$$\Rightarrow E(R_B) = \eta Y - 1 - A^*M \quad (10)$$

En comparant  $E(R_B)$  avec  $E(R_F)$  la firme choisit sa source de financement.

La Figure 8.2 montre comment le rendement anticipé par la firme varie avec sa qualité d'observation  $[\theta]$ . Il y a une certaine valeur de  $\theta$  à partir de laquelle l'emprunteur préfère le financement par le marché financier ( $\hat{\theta} \in [\underline{\theta}, \bar{\theta}]$ ). Les emprunteurs avec  $\theta > \hat{\theta}$  choisissent le financement par le marché et ceux avec  $\theta \leq \hat{\theta}$  choisissent le financement bancaire car la banque se spécialise dans l'atténuation du risque moral de ses actifs. De ce fait, l'emprunteur ne subit pas une perte d'utilité dans le cas du financement bancaire et la rente qu'il espère reste inchangée avec  $\theta$ . [Voir équation (10) où  $E(R_B)$  ne dépend pas de  $\theta$ ], mais de  $M$ .

**Figure 8.2 : la qualité d'observation  $\theta$  et le choix de la source de financement**



Boot & Thakor (1997) dans leur simulation numérique du modèle, ont démontré que  $\hat{\theta}$  s'accroît avec l'augmentation de  $M$  parce que celle-ci réduit le profit des agents informés (c.p): provoque la baisse de  $\Omega^*$  (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  $K = \bar{K}$ ) 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  $\theta$  pour 2 raisons :

- 1) la prime de hasard moral payée par l'emprunteur sur le marché financier est décroissante en  $\theta$  .
- 2) le profit espéré d'un agent informé est croissant en  $\theta$  : plus  $\theta$  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.

## Conclusion du chapitre 2

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.

Bien que les Bourses dans les 3 pays d'étude soient peu performantes, il y a une tendance positive dans le développement boursier en Egypte et en Jordanie, comme nous le montrent les graphiques 9.2 et 10.2 ci-dessous, alors que le Liban montre une tendance négative dans l'évolution de sa Bourse et même dans le développement de son secteur bancaire mesuré par la participation de ce secteur au financement du secteur privé [Voir graphiques 9.2, 10.2 et 11.2] ci- dessous.

La Jordanie et l'Egypte indiquent une tendance positive dans le développement de leur secteur bancaire comme nous le montre le graphique 11.2, mais il est toujours dominé par 3 ou 4 banques qui possèdent plus de 60% des actifs bancaires.

L'Egypte a réussi à donner une place importante au secteur privé dans le financement de l'économie manifesté par l'augmentation du ratio de crédit accordé au secteur privé. Il était de 30,7% en 1992 par rapport au crédit total et de 64,9% à la fin 2002, mais malgré ce changement les 4 banques d'Etat continuent toujours à dominer les activités bancaires.

Le système financier des 3 pays étudiés est basé sur le secteur bancaire. L'actif du secteur bancaire par rapport au PIB de chaque pays est supérieur au taux moyen, qui ne dépasse pas 123% pour les marchés émergents en général. Pourtant, les agents n'ont pas une confiance suffisante dans les marchés financiers, ce qui les pousse à recourir au financement bancaire pour combler leurs besoins. Nous avons vu que ces marchés financiers sont petits et peu actifs, ce qui donne une place plus importante au secteur bancaire dans le financement à long terme. En conséquence, la plupart des réformes financières menées dans ces pays ont visé le secteur bancaire au détriment de la Bourse, vu son poids dans le système financier.

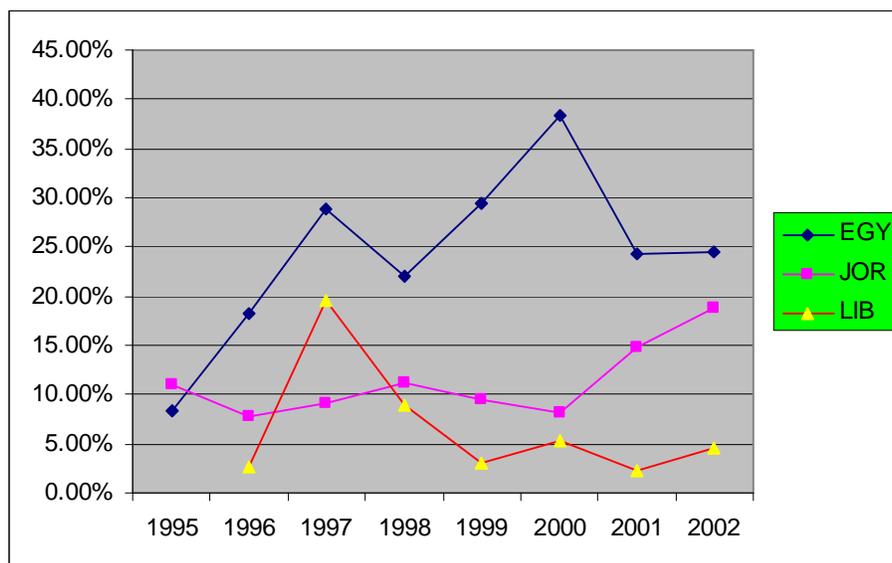
La plupart des études empiriques récentes montrent une forte corrélation entre développement financier et développement économique. Les résultats des études en Coupe transversale et des études en séries temporelles indiquent que le niveau initial de développement financier est un bon outil prévisionnel 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 [Atje & Jovanovic (1993) et Bencivenga & Smith (1991)] ;
- l'amélioration du processus de rassemblement des informations sur les meilleurs projets [King & Levine (1993 a,b,c)] ;
- 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 [Demirgüç-Kunt & Maksimovic (1996) et Rajan & 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.

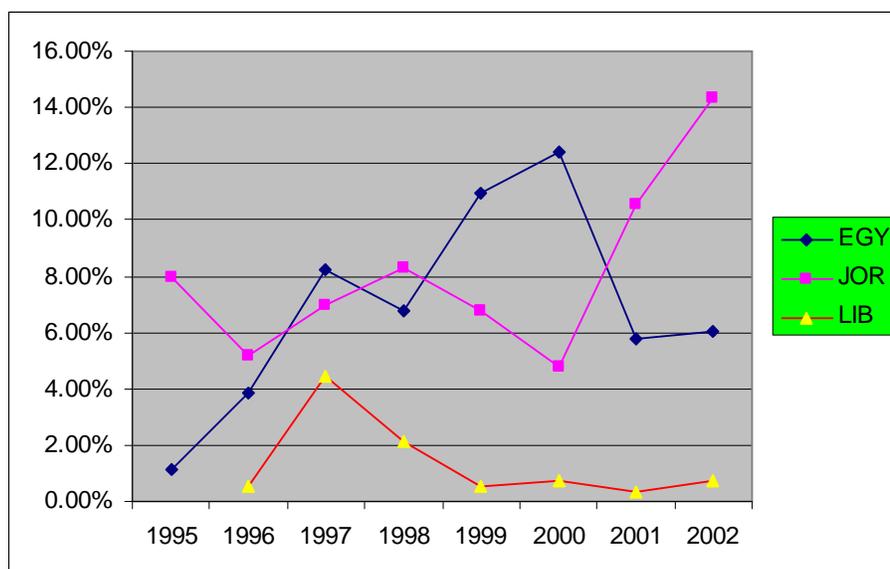
Dans le chapitre 3, nous examinerons empiriquement la validité de notre dernière conclusion : est-il vrai que le système financier basé sur les banques est plus efficace dans sa contribution à la croissance économique à long terme dans les pays en voie de développement où les informations sont peu diffusées ?

**Figure 9.2 : L'évolution de l'activité de la Bourse par rapport à la taille du marché dans les trois pays étudiés (Egypte, Jordanie et Liban)**



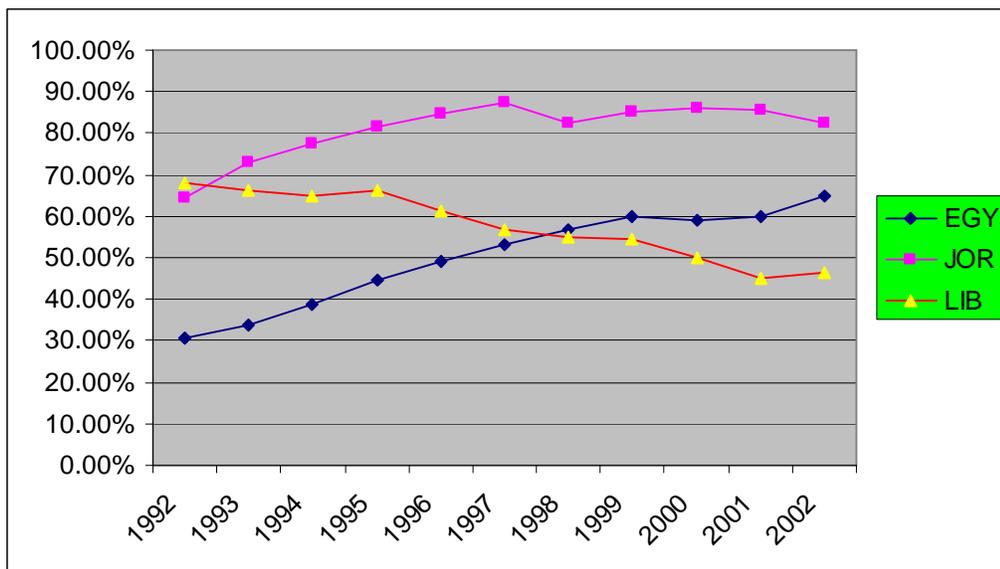
Source : Graphique élaboré par nos soins à partir du tableau 9.2

**Figure 10.2 : L'évolution de l'activité boursière par rapport au PIB dans les trois pays étudiés (Egypte, Jordanie et Liban)**



Source : Graphique élaboré par nos soins à partir du tableau 8.2

Figure 11.2 : Le développement du crédit au secteur privé par rapport au crédit total dans les trois pays étudiés (Egypte, Jordanie et Liban)



Source : Graphique élaboré par nos soins à partir du tableau 25.1

## **Chapitre 3**

# **L'examen empirique entre développement financier et développement économique**

## CHAPITRE 3

### Introduction

Ce chapitre examine l'hypothèse selon laquelle un système financier basé sur les banques dans les PVD est plus efficace qu'un système basé sur les marchés financiers. On peut se demander quel système contribue le plus à la croissance à long terme, en partant du postulat - étayé par une abondante littérature- selon lequel le développement des circuits de financement contribue à la croissance des économies à long terme. On s'interroge sur l'efficacité comparée de deux systèmes de financement fondés respectivement sur le développement du secteur bancaire et sur celui des marchés financiers au regard de leur aptitude à promouvoir la croissance économique. En même temps, on veut examiner l'autre volet de cette hypothèse impliquant que les pays développés, où les informations circulent bien avec un système financier basé sur les marchés, serait plus efficace qu'un système basé sur les banques. Pour ce faire, on adopte un modèle économétrique en coupes transversales avec pour objectif d'expliquer les variations des taux de croissance dans les différents pays. Ainsi, on peut estimer l'influence moyenne des indicateurs déterminants sur la croissance à long terme. Nous utilisons un échantillon de 58 pays dont l'Egypte et la Jordanie sur la période de 1978 à 2000. Le Liban est exclu parce qu'il n'y a pas d'informations disponibles sur sa Bourse qui a été fermée de 1983 jusqu'en 1995 à cause de la guerre civile libanaise. Il faut souligner que notre objectif d'introduire ces deux pays dans une base de pays plus large, vise à dégager des enseignements pour les trois pays d'étude en effectuant des comparaisons avec les autres pays de l'échantillon composé de 2 groupes de pays :

- un groupe de 32 PVD dont le niveau de PIB par tête en 1978 est inférieur à 6000 \$ par an,
- un groupe de 26 pays développés et riches dont le niveau de PIB par tête en 1978 est supérieur ou égal à 6000 \$ par an.

En premier lieu, nous procédons à un ajustement sur l'échantillon de 58 pays. Ensuite, nous allons travailler sur les deux sous-échantillons : l'échantillon de 32 PVD et celui de 26 PD afin de voir l'influence séparée des variables financières sur le taux de croissance du PIB de longue période au sein de chaque groupe.

Dans la 1<sup>ère</sup> section de ce chapitre, nous présentons la spécification économétrique qui inclut : la spécification de l'hypothèse à examiner, la spécification d'un modèle économétrique qui met en relation les variables explicatives avec la variable à expliquer et enfin la spécification d'une méthode économétrique adaptée pour obtenir les estimations fiables de coefficients des variables financières.

Dans la 2<sup>ème</sup> section, nous présentons les variables de l'étude : la variable dépendante, les indicateurs de développement financier, c'est-à-dire des variables financières qui agissent sur la variable dépendante et enfin la détermination des variables de contrôle.

Dans la 3<sup>ème</sup> section, nous décrivons les données utilisées, ce qui nous conduit à sélectionner les pays étudiés et la fixation de la période étudiée. Puis, nous présentons une analyse statistique descriptive pour l'échantillon et les sous-échantillons afin de tirer des enseignements préliminaires concernant les trois pays étudiés en les comparant avec les ratios moyens de l'échantillon. Enfin, nous lançons deux régressions préliminaires simples afin de tester la possibilité d'une relation entre les variables explicatives et la variable expliquée dans l'échantillon.

Dans la 4<sup>ème</sup> section, nous employons l'estimateur des Moindres Carrés Ordinaires (MCO) afin d'estimer le changement dans le taux de croissance économique à long terme effectué par le développement des variables financières. On lance les régressions sur trois étapes: les régressions sur l'échantillon tous pays confondus (58 pays), les régressions sur le sous-échantillon de 32 PVD et enfin les régressions sur le sous-échantillon de 26 PD. En effet, l'échantillon nous permet de voir l'effet des indicateurs de développement financier sur la croissance économique pour tous les pays, et de savoir lesquels parmi ces indicateurs contribuent le plus à la croissance économique de ces pays.

Les sous-échantillons nous permettent de voir l'effet différent des indicateurs de développement financier sur la croissance économique dans le cadre des PVD et dans les pays développés et de savoir lesquels parmi ces indicateurs contribuent le plus à la croissance économique dans chaque groupe.

## Section 1. La spécification économétrique

La spécification économétrique inclut 3 étapes :

*1<sup>ère</sup> étape* : la spécification de l'hypothèse qui devrait être examinée.

En effet, l'analyse théorique de Boot & Thakor (1997) montre bien que dans un pays où les informations sont peu diffusées et où les emprunteurs ont une faible réputation de crédit qui nécessite un contrôle ex-ante et ex-post plus élevé, le système financier fondé sur les banques est plus efficace qu'un système basé sur les marchés financiers dans le financement des activités économiques. A cet égard, l'hypothèse qui mérite examen est la suivante:

le système financier basé sur le secteur bancaire dans les PVD contribue-t-il davantage à la croissance économique de long terme ?

*2<sup>ème</sup> étape* : la spécification d'un modèle économétrique qui met en relation les variables explicatives avec la variable expliquée afin de savoir si les indicateurs explicatifs peuvent expliquer la variation de la variable dépendante.

Notre modèle est un modèle linéaire simple qui est basé sur l'hypothèse qu'il existe une association positive entre les indicateurs de développement financier et le taux de croissance du PIB à long terme. Le modèle inclut la variable dépendante qui est le taux de croissance du PIB à long terme et les variables explicatives indépendantes (indicateurs financiers et autres variables supposées avoir une influence sur le taux de croissance du PIB à long terme).

*3<sup>ème</sup> étape* : la spécification d'une méthode économétrique bien adaptée pour obtenir les estimations fiables de coefficients des variables explicatives.

Notre objectif étant d'étudier les différences entre les pays et l'effet effectué par les indicateurs financiers sur le taux de croissance du PIB à long terme, nous utilisons les MCO pour estimer les coefficients des variables explicatives. Par ailleurs, nous employons les valeurs moyennes des indicateurs financiers et réels (c'est-à-dire une seule observation par pays). Nous allons régresser le taux de croissance annuel moyen du PIB à long terme sur ces variables explicatives dans l'objectif de vérifier l'effet des indicateurs de développement financier sur la croissance économique.

### 1.1. Le modèle économétrique

Le choix du modèle est basé sur l'hypothèse qu'il y a une relation positive entre développement financier et développement économique permettant de détecter l'existence des différences entre les pays [Andersen (2003)]. Le but est d'exploiter les différences entre les différents pays selon leur développement économique reflété par leurs niveaux initiaux de revenu mesurés par le niveau du PIB par tête et de voir si les inégalités entre les pays engendrent des différences dans les régressions.

Grâce aux travaux empiriques de King & Levine (1993), on a une formule standard pour les régressions estimées avec les données de panel :

$$Y_{NT,1} = Z_{NT,1} \beta_0 + \beta_1 X_{k_1,1} + \beta_2 X_{k_2,1} + \varepsilon_{NT,1} \quad (1)$$

où :

Y : La variable dépendante [le taux de croissance annuel du PIB par habitant pour le pays (i)

$$\text{au temps (t) est égale en moyenne pour toute la période } \sum_{i,t} \frac{y_{i,t} - y_{i,t-1}}{T} \text{ avec } i = 1 \dots N$$

$$t = 1 \dots T$$

Z est une matrice de variables prédéterminées, dont la dimension peut dépendre, notamment, de la présence ou non d'effets fixes.  $\beta_0$  est le vecteur de coefficients associés.

$X_1$  est une matrice de dimension  $(\sum_{i=1}^N T_i, k_1)$  de variables représentatives du développement financier qui inclut des variables financières supposées influencer la croissance économique.

$X_2$  est une matrice de variables de contrôles de dimension  $(\sum_{i=1}^N T_i, k_2)$ . Elle inclut tous les autres facteurs associés à la croissance économique.

Vu qu'on va utiliser les valeurs moyennes des variables explicatives, l'équation ci-dessus doit être réécrite:

$$Y_{N,1} = Z_{N,1} \beta_0 + \beta_1 X_{k_1,1} + \beta_2 X_{k_2,1} + \varepsilon_{N,1} \quad (2)$$

$Y_{N,1}$  est le taux de croissance annuel moyen composé du PIB par tête de longue période ( $g_{i,t}^{LP}$ )

$$g_{i,t}^{LP} = (PIB_{2000} / PIB_{1978})^{1/t} - 1$$

Comme nous avons plusieurs variables explicatives, nous avons un vecteur de K coefficients.

$$\Rightarrow g_i^{LP} = \beta_0 + \beta_1' X_1 + \beta_2' X_2 + \varepsilon_i \quad (3)$$

$\beta_1'$  et  $\beta_2'$  sont les vecteurs de coefficients associés à  $X_1$  et  $X_2$ .

Les coefficients  $\beta_1'$  reflètent le degré de l'effet des mesures financières sur la croissance. Des valeurs des coefficients significatives marquent une influence importante des variables financières sur la variable dépendante. Elles doivent être analysées et permettre d'en tirer des conclusions. Par exemple, un coefficient de dépôts des banques de dépôts par rapport au PIB (DPIB) ayant une valeur positive et un degré de «significativité» de ce coefficient élevé peuvent indiquer que le secteur bancaire remplit sa fonction de collecte des épargnes nationales. Par ailleurs, un coefficient avec un signe positif significatif concernant le ratio du crédit accordé au secteur privé par rapport au PIB (PPIB) indique que le secteur bancaire a réussi à canaliser les fonds collectés dans les investissements productifs. Si le coefficient associé à la variable de la capitalisation boursière  $\beta_1^{CPB}$  prend une valeur positive avec un degré élevé de significativité il s'ensuit qu'il y a une corrélation significative entre le taux de croissance économique et l'évolution de la capitalisation boursière.

$\beta_2^{y_0}$  est le coefficient associé au niveau initial de PIB par tête. Si  $\beta_2^{y_0} = 0$ , alors la croissance n'est pas du tout corrélée avec le revenu initial et il n'y a pas de convergence. Par contre, s'il y a une convergence,  $\beta_2^{y_0}$  prend une valeur négative, ce qui signifie que les pays avec un niveau initial de PIB par tête élevé auront des taux de croissance de PIB par tête peu élevés, comme dans le cas des pays industrialisés bien développés.

La valeur de  $Y_{N,1}$  diffère de  $Z_{N,1} \beta_0 + \beta_1' X_{N,k_1,1} + \beta_2' X_{N,k_2,1}$  par  $\varepsilon_{N,1}$

$\varepsilon_{N,1}$  représente l'erreur de mesures, les données absentes et les variables omises qui

influencent la variable dépendante mais qui n'ont pas été prises en considération (left-out variables).

$$\text{Alors, } \hat{\varepsilon}_{it} = Y_{it} - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1' X_{1it} \dots \dots \dots \hat{\beta}_k' X_{kit}$$

où  $\hat{\varepsilon}_{i,t}$  sont les résidus issus de l'estimation du modèle.

On peut considérer qu'une partie du résidu de la croissance représente le progrès technique. En effet, on sait que le résidu correspond à la fraction du taux de croissance de la production agrégée qui n'est pas expliquée par le taux de croissance des facteurs déterminants. Or, le troisième facteur de la croissance est le progrès technique (Voir Annexe 1) qui n'est pas représenté par une variable réelle dans les régressions comme les autres composantes de la croissance économique. En effet, la plupart des études empiriques n'ont pas mesuré le progrès technique, vu la difficulté de la calculer. Nous considérons qu'une partie importante de l'erreur de l'estimation revient à la négligence du troisième facteur de croissance économique.

Les erreurs du modèle doivent présenter 2 propriétés essentielles :

- 1- elles ne sont pas corrélées entre elles  $\Rightarrow E(\varepsilon_{is} \varepsilon_{jt}) = 0 \quad \forall_{i,s,j,t} \quad s \neq t$
- 2- elles sont homoscédastiques  $\Rightarrow E(\varepsilon_{it}^2 / \chi) = \sigma_\varepsilon^2 \quad \forall_{it}$

$\beta_0$  : Le terme de la constante. Il peut être un vecteur d'effets fixes dans un modèle à effets fixes.

Nos données comprennent 58 pays (coupes transversales) au cours de 23 années (séries temporelles). Nos régressions sont basées sur des valeurs moyennes (une seule observation par pays est retenue pour chaque indicateur).

Avec  $i = 1, 2, 3, 4, \dots, 58$

$t = 1978, 1979, 1980, \dots, 2000$

On va procéder à des ajustements pour voir l'effet de la moyenne individuelle de chaque variable sur le taux de croissance annuel moyen du PIB par tête à long terme.

Le taux de croissance de longue période  $g_i^{LP} = Y$  sera en fonction de

$$g_i^{LP} = f(\overline{CPIB}_i, \overline{VPIB}_i, \overline{TOR}_i, \overline{DPIB}_i, \overline{PPIB}_i, \overline{SRPIB}_i, \overline{LNGDP}_i, \overline{SRPIB}_i, \dots)$$

L'équation 3 sera réécrite :

$$g_i^{LP} = \beta_0 + \beta_1 \overline{X}_{1,i} + \beta_2 \overline{X}_{2,i} + \varepsilon_i \quad (4)$$

L'objectif est de faire une comparaison entre les deux groupes de pays concernant la participation de 2 composantes du système financier à la croissance économique afin de savoir lequel contribue le plus à la croissance économique. Pour voir l'effet séparé des indicateurs qui représentent le développement bancaire et ceux qui représentent le développement boursier au sein de chaque groupe, l'échantillon sera réparti en deux groupes. Il s'agit de travailler sur deux sous-échantillons. Le 1<sup>er</sup> échantillon englobe tous les pays de notre échantillon de base ayant un PIB par tête inférieur à 6000 \$ en 1978 et le 2<sup>ème</sup> comprend 26 pays développés ayant un PIB par tête supérieur à 6000 \$ en 1978.

Alors, il s'agit de capturer les différences significatives entre les groupes et analyser le degré d'influence des coefficients estimés sur une échelle plus précise (plus individuelle), ce qui nous permettra d'obtenir une photo claire et de faire la comparaison nécessaire.

**Tableau 1. 3 : Les signes attendus des variables explicatives censées avoir une influence sur le taux de croissance annuel moyen du PIB par tête de longue période**

variable	Définition	coefficient	Signe attendu
YPIB	Le taux annuel de la croissance du PIB par tête	Dépendant	
	La constante de la régression	$\beta_0$	
$X_1$	Vecteur des variables financières	$B_1^{/20}$	
$X_2$	Vecteur des variables de contrôle	$B_2^{/}$	

**Variables représentatives du développement financier:**

DPIB	Les dépôts du secteur bancaire/PIB	$B_1^{DPIB}$	> 0
PPIB	Le crédit au secteur privé/PIB mesuré par la valeur moyenne	$B_1^{PPIB}$	> 0
CPIB	La capitalisation boursière/PIB mesurée par la valeur moyenne pour la période	$B_1^{CPIB}$	> 0
VPIB	Valeur de titres échangés/PIB mesurés par la valeur moyenne	$B_1^{VPIB}$	> 0
TOR	Valeur de titres échangés/capitalisation boursière mesurée par la valeur moyenne	$B_1^{TOR}$	> 0

**Autres variables supposées avoir une influence sur la croissance à long terme :**

$y_0$ (LNGDP)	Log du revenu initial mesuré par PIB par tête en 1978	$B_2^{y_0}$	< 0
LNS	Log du taux de scolarité secondaire pour un pays (i) mesuré par la part de la pop détenant un niveau secondaire en % de la population totale (plus de 25 ans)	$B_2^S$	> 0
INF	Le taux d'inflation	$B_2^{INF}$	< 0
DPPIB	Dépenses pub/PIB	$B_2^{DPPIB}$	< ou > 0
EPIB	Le taux d'échange commercial/PIB pour un pays (i)	$B_2^{EPIB}$	< ou > 0
SRPIB	Le taux d'épargne/PIB pour un pays i	$B_2^{SRPIB}$	> 0
N15-64	Le pourcentage de la population qui a entre 15 et 64 ans	$B_2^{N15-64}$	> 0
LPA	Le taux de la population active qui occupe un emploi	$B_2^{LPA}$	> 0

<sup>20</sup>  $B_1^{/}$  est le vecteur de K coefficient estimés où  $B_1^{/} = \frac{\partial \sum [y_{2000}/y_{1978}]^i - 1}{\partial X_{1,i}}$

## 1.2. La méthode économétrique

On utilise les valeurs moyennes : une seule observation par pays est retenue pour chaque indicateur. Au total 58 observations en moyenne sont calculées pour la période 1978-2000<sup>21</sup> en coupe instantanée (cross-country regression). L'estimateur des moindres carrés ordinaires MCO (Ordinary Least Square) utilisé par Beck & Levine (2004), Levine (1997), Levine & Zervos (1998) et Andersen (2003) est considéré comme le meilleur pour examiner la relation empirique entre développement financier et croissance économique. Selon Andersen les avantages de cet estimateur peuvent être résumés:

- 1) L'estimateur des MCO estime l'effet des valeurs moyennes des indicateurs financiers sur le taux de croissance économique. Alors, elle est capable de montrer la relation entre ces variables.
- 2) Il peut identifier la causalité et la non linéarité entre les pays. Andersen (2003) qui a employé dans son étude les valeurs moyennes, puis elle a utilisé les valeurs initiales des indicateurs financiers pour identifier la causalité (tester si le développement financier suit la croissance économique ou s'il y a une causalité positive entre cette dernière et le développement financier). Si la plupart des [t-values] restent significatives, alors cela signifie que les niveaux initiaux des variables financières ont une relation positive avec le taux de croissance moyen de PIB par tête. Donc, l'utilisation des valeurs initiales des indicateurs financiers a pour objectif d'indiquer la causalité (développement financier → développement économique). Andersen (2003): «The issue of causality is addressed by including initial financial variables in the regressions. In order to test whether financial development simply follows growth, or whether there is a positive causal effect of financial sector development on economic growth. I run regressions based on equation 5.2.3 and I detect a causal direction. The initial variables are included to avoid endogeneity in the variables, as well as simultaneous problems. The results reveal that initial values have approximately the same influence on economic growth as average financial indicators ».
- 3) Il assure que les coefficients estimés ont tous une bonne qualité (non biaisés et de moindre variance).

Nous voulons maintenant savoir si le système financier basé sur les banques a une influence plus importante dans les PVD que dans les pays développés [différences entre les individus].

---

<sup>21</sup> Annexe 2 : les valeurs moyennes des variables d'études.

L'estimateur MCO est plus approprié que les autres quand il s'agit des longues périodes comme dans notre cas où on ne s'intéresse pas à l'étude année par année mais à l'exploitation des différences entre les individus de l'échantillon.

L'estimateur MCO est utile quand il s'agit d'étudier l'échantillon d'un grand nombre de pays où l'intérêt est de montrer les différences entre ces pays et pas seulement d'analyser leurs effets individuels. Mais si l'étude inclut un petit nombre de pays, supposons 3 ou 4, dans ce cas, il sera plus juste d'appliquer l'estimateur (Within) dans un modèle à effets fixes. Etant donné l'échantillon de 58 pays, nous préférons analyser les différences entre (between) ces pays et non pas en dedans (within) où l'estimateur de MCO est mieux adapté que le second.

Enfin, il faut souligner que notre échantillon n'est pas homogène et notre panel non équilibré (unbalanced panel). En effet, le panel non équilibré (unbalanced panel) est provoqué par des données absentes (missing data) et par des erreurs de mesure (measurement errors). Les données absentes peuvent être un problème considérable quand on utilise les séries temporelles, en particulier dans les PVD. Alors, élaborer un panel qui inclut une seule observation par pays peut éviter ce problème. Mais il faut souligner que la dimension temporelle de notre panel ne peut être négligée surtout si les valeurs moyennes ne représentent pas la plupart des réalisations (observations), c'est-à-dire lorsque les réalisations sont loin de leur moyenne individuelle (dans le cas où la plupart des observations se trouvent à l'extérieur de l'intervalle de confiance "IC").

## **Section 2. Les variables de l'étude**

On va déterminer 3 sortes de variables :

- 1- La variable dépendante (variable expliquée).
- 2- Les variables financières (variables explicatives).
- 3- Les variables de contrôle (variables explicatives).

### **2.1. La variable dépendante**

Levine (1997) a utilisé 3 indicateurs différents de la croissance économique : le taux réel de croissance de PIB par habitant, le taux de croissance de stock du capital par tête et la productivité du capital. Il a trouvé que le premier indicateur reste le meilleur pour approcher la croissance économique d'un pays donné. Beck & Levine (2004) ont utilisé cet indicateur comme une seule variable dépendante. Andersen (2003) confirme que le taux de croissance de PIB par tête est un bon indicateur pour mesurer la croissance économique et pour voir les différences de développement économique entre les pays. C'est toutefois un bon indicateur pour voir les effets du développement financier sur l'économie. Alors notre indicateur de développement économique est le 1<sup>er</sup> indicateur. Il faut souligner que tandis que la plupart des études empiriques utilisent le taux de croissance de PIB par tête pour mesurer la croissance économique, les variables explicatives de développement financier varient d'une étude à l'autre.

### **2.2. Les variables financières**

Ces variables sont les indicateurs de développement financier. Comme on l'a vu précédemment, on a plusieurs indicateurs qui mesurent soit le développement du secteur bancaire, soit le développement de la Bourse. Les variables financières qu'on utilise doivent représenter le secteur financier parce qu'elles ne représentent pas seulement le degré de développement financier concernant le système financier mais qu'elles sont aussi considérées comme des variables explicatives (déterminantes) de la croissance économique qui nous intéresse au premier chef. Pour ce faire, nous devons inclure des variables qui mesurent la taille et les activités du secteur étudié. Rappelons que Beck & Levine (2004) ont utilisé une seule variable pour représenter le développement de chaque secteur (celui de l'activité) :

- 1) l'importance relative du crédit accordé par les banques au secteur privé de l'économie (en % de PIB) comme indicateur de développement du financement d'origine bancaire [le crédit accordé au secteur privé par les banques de dépôt / PIB].
- 2) le ratio de turnover comme indicateur du degré de développement de la finance de marché.

Il faut rappeler que les études de King & Levine (1993 a, b, c) sont considérées comme la base de l'étude de Levine (1997) qui est à son tour la base de l'étude de Andersen (2003). Ces études sont nos références de travail. King & Levine utilisent 4 indicateurs bancaires pour représenter le développement financier :

*Deux pour mesurer la taille du secteur bancaire* : (1) M2/ PIB et (2) le ratio crédit bancaire/ le crédit total.

*Deux pour mesurer l'activité du secteur bancaire*: (1) le ratio crédit accordé au secteur privé / crédit total et (2) le ratio crédit accordé au secteur privé / PIB.

Andersen (2003) utilise 3 indicateurs pour représenter le développement du secteur financier : M3/ PIB, le crédit reçu par le secteur privé et enfin le crédit accordé au secteur privé par le secteur bancaire qui inclut les autorités monétaires, les banques de dépôt et les institutions financières non bancaires.

Andersen n'a utilisé aucun indicateur boursier. Elle a exclu le rôle important des marchés financiers dans le financement de l'économie. On pense que le développement du système financier doit être représenté par ses deux composantes : le secteur bancaire et le secteur boursier afin de savoir lequel contribue le plus au développement économique.

On a choisi d'utiliser 2 sortes de variables pour représenter chaque secteur : une variable pour mesurer la taille et une autre pour mesurer l'activité. Alors au total, on a 5 variables explicatives: 2 pour représenter le secteur bancaire et 3 autres pour représenter le secteur boursier.

Les 2 indicateurs du secteur bancaire sont :

(1) Les dépôts du secteur bancaire / PIB noté **DPIB**<sup>22</sup>.

(2) Le crédit accordé au secteur privé par le secteur bancaire / PIB noté **PPIB**.

Il faut indiquer que le secteur bancaire chez Levine (1997) et Andersen (2003) inclut les autorités monétaires, les banques de dépôt et les autres types d'institutions bancaires. Dans notre étude, on a décidé d'exclure les autorités monétaires et les autres types d'institutions financières. On a exclu les autorités monétaires car elles représentent l'Etat. Par ailleurs, on réduit le secteur bancaire aux banques de dépôt parce qu'elles se distinguent des autres types d'établissements financiers et des autres types de banques par leur rôle essentiel de collecte de fonds des agents à capacité de financement qu'elles rémunèrent à taux fixe- et de placement

---

<sup>22</sup> D: les dépôts à vue, les dépôts à terme et les comptes d'épargne des banques de dépôts en devise locale et étrangère.

des fonds en actifs à long terme (rôle de transformation de la maturité). De plus, le champ d'activités de ces banques est vaste, contrairement aux autres établissements financiers qui sont limités à un seul secteur d'activités comme par exemple, les banques spécialisées (banques d'industrie, banques d'habitants, etc.).

En ce qui concerne la Bourse on a 3 indicateurs :

- (1) la capitalisation boursière / PIB noté **CPIB** pour mesurer la taille de la bourse.
- (2) La valeur des titres échangés / PIB noté **VPIB** pour mesurer l'activité et la liquidité du marché.
- (3) Le ratio de turnover noté **TOR** pour mesurer l'activité et la liquidité du marché. On rappelle qu'un niveau élevé de ratio de turnover et de VPIB indique un coût peu élevé de transaction.

Il faut souligner que Beck et Levine (2004) ont une préférence pour la dernière variable qui représente le développement de la Bourse. Levine et Zervos (1998) ont trouvé que la capitalisation boursière n'est pas un bon prédicteur de la croissance économique. Ils ont même critiqué l'utilisation de CPIB et VPIB à cause de l'effet de prix sur ces deux indicateurs

"Si les marchés prévoient de grands profits, le cours des actions va augmenter. Cette hausse des prix augmenterait la valeur des transactions et donc celle des titres échangés. Le problème, c'est que l'indicateur de liquidité augmenterait sans une hausse réelle du nombre de transactions ou sans une chute du coût de transaction. Une façon de capter l'influence de l'effet des prix est de considérer en même temps la capitalisation et la valeur des titres échangés. Si la valeur des titres échangés reste significativement corrélée avec le taux de croissance du PIB par tête lors du contrôle de capitalisation, alors il s'ensuit que l'effet de prix ne domine pas la relation entre la valeur des titres échangés et la croissance. En revanche, l'effet de prix n'influence pas le turnover car le prix des actions entre dans le numérateur et le dénominateur du turnover".

"If markets anticipate large corporate profits, stock prices will rise today. This price rise would increase the value of stock transactions and therefore raise Value Traded. Problematically, the liquidity indicator would rise without a rise in the number of transactions or a fall in transaction cost. One way to gauge the influence of price effect is to look at capitalization and Value Traded together. If Value Traded remains significantly correlated with growth while controlling for capitalization then the price effect isn't dominating the relationship between Value Traded and growth. The price effect does not influence Turnover because stock prices enter the numerator and denominator of Turnover." On rappelle ici que TOR = la valeur des titres échangés divisée par la capitalisation boursière. Ils ajoutent "If Turnover is positively associated with economic growth, then this implies that the price effect is not dominating the relationship between liquidity and long-run economic growth."

Les 2 indicateurs de l'activité (TOR et PPIB) sont considérés comme des variables qui reflètent le bon fonctionnement du système financier. L'augmentation de l'un de ces 2 indicateurs indique l'augmentation de la capacité du secteur concerné à canaliser l'épargne vers les investissements productifs et montre qu'il est capable de rentabiliser les projets financés. En effet, cette hausse peut montrer l'augmentation de la capacité du secteur financier à canaliser les épargnes vers les actifs à long terme qui sont plus productifs que les actifs à court terme et qu'ils permettent d'allouer les ressources disponibles dans les activités les plus rentables, augmentant ainsi la croissance économique. En effet, un TOR plus élevé est un signe d'un marché plus liquide qui peut diminuer le coût des transactions et faciliter les échanges [Voir Figure 2.2 (Levine (1997))].

### **2.3. Les variables de contrôle**

Pour apprécier l'influence propre du développement des secteurs bancaire et boursier sur la croissance à long terme, on doit, évidemment, tenir compte de l'influence de toutes les autres variables susceptibles d'agir sur celle-ci. Au rang de ces variables on retient traditionnellement :

- une variable susceptible de rendre compte du principe de convergence des économies. Une variable indicatrice de l'effort qui a été consenti pour l'accumulation du capital.
- un certain nombre de variables susceptibles de rendre compte des disparités qui peuvent exister d'un pays à l'autre (disparité en termes du capital humain, le degré d'ouverture commerciale, etc.).

L'objectif de ce contrôle est d'éliminer les conditions qui peuvent influencer nos résultats car il est intéressant de voir l'influence séparée (pure) des variables financières sur la croissance [Beck, Levine & Loayza (2000)].

Levine (1997), Andersen (2003) et Beck & Levine (2004) contrôlent d'autres variables explicatives qui déterminent, elles aussi, la croissance économique (la valeur initiale de PIB réel par tête, le taux de scolarité secondaire, l'inflation, le degré d'ouverture commerciale et les dépenses publiques).

Alors les variables que l'on a intérêt à fixer devraient nous permettre de contrôler les éléments qui ont une grande influence sur la croissance économique. On va ajouter 3 autres variables dont la théorie indique qu'elles ont une influence sur la croissance (Voir Annexe 1). Ces indicateurs sont le taux d'épargne, le pourcentage de la population qui a entre 15 et 64 ans et le ratio de la population active qui occupe un emploi.

#### **2.3.1. Le taux de scolarité secondaire (LNS)**

La théorie de la croissance endogène suppose une corrélation positive entre le capital humain et la croissance économique ; une population bien formée et éduquée peut agir positivement sur l'innovation technologique favorisant ainsi la croissance économique [Lucas (1988)].

Dans le modèle de Lucas (1988), les qualifications des individus sont considérées comme une variable endogène. Au contraire, Solow les considère comme un progrès technique exogène.

On mesure ce taux par la part de la population qui a accédé à un niveau secondaire par rapport à la population totale (de plus de 25 ans) [[secondary school enrollment rate \(%\) total](#)].

### **2.3.2. Le niveau initial de PIB par habitant (LNGDP)**

Dans le modèle néoclassique de Solow, les pays pauvres tendent à croître plus vite que les pays riches parce que ces pays sont dotés de niveaux de stock de capital physique et humain beaucoup moins élevés que les pays riches.

Le modèle de Solow signale qu'avec un taux de croissance supérieur à celui des pays riches, les pays pauvres convergent dans le temps (à long terme) vers un niveau de vie similaire à celui des pays riches (en cas de convergence inconditionnelle :convergence vers un même état d'équilibre). Cette convergence est déterminée par une relation négative forte entre le taux de croissance du revenu par tête et le niveau initial de ce revenu par tête. Ce modèle implique qu'une économie avec un niveau peu élevé de stock du capital par habitant aura un rendement plus grand du capital et par conséquent un taux de croissance plus grand.

Par contre, la théorie de la croissance endogène s'oppose à cette convergence inconditionnelle. Elle est d'accord sur le fait que les pays pauvres convergent mais vers leur état régulier. Cette théorie admet que les pays convergent vers le même niveau d'état régulier si et seulement s'ils ont le même taux d'épargne, le même taux de dépréciation, le même taux de croissance démographique et le même taux de progrès technique. Autrement dit, la convergence ne s'opère qu'entre les pays partageant les mêmes caractéristiques structurelles. [Barro (1991), Barro & Sala -i- Martin (1992)].

Vu que cette convergence est présente grâce à une relation négative entre le taux de croissance de PIB par tête et son niveau initial par tête, on a intérêt à contrôler le niveau initial du PIB par tête, que l'on calcule par le logarithme de PIB par tête de l'année initiale dans notre échantillon (1978) [Beck, Levine & Loayze (2000) et Andersen (2003)].

### **2.3.3. Le degré de l'ouverture commerciale (EPIB)**

On utilise le taux d'échange commercial par rapport au PIB noté **EPIB** pour mesurer le degré d'ouverture de l'économie. En effet, ce taux est composé de 2 parties : les exportations et les importations de biens et de services par rapport au PIB.

Allen & Ndikumana (2000) ont trouvé une association positive entre l'ouverture commerciale et le taux de croissance économique : l'augmentation des exportations entraîne la hausse de la production qui à son tour stimule la croissance. Les importations peuvent jouer un rôle positif sur la croissance si une partie de ces importations est consacrée aux biens du capital (par exemple, aux machines qui entrent dans le processus de production). En revanche, ces importations ont un effet néfaste sur la croissance dans le cas de l'augmentation du prix des importations (surtout celles qui entrent comme inputs dans le processus de production) ce qui augmente les coûts de produits locaux. En effet, la hausse des prix de ces produits réduit leur capacité à concurrencer les autres produits similaires conduisant ainsi à diminuer les profits (marge) et à fermer des usines en cas de perte. Par conséquent la production locale diminue et la croissance économique ralentit [Korayem (1997)]. En même temps, l'augmentation des importations des biens finals ayant un coût beaucoup plus bas que les produits locaux similaires peut provoquer une crise dans le secteur concerné, comme on l'a vu récemment dans l'affaire des textiles chinois avec l'Union européenne (printemps 2005). Par ailleurs, la dépendance commerciale d'un pays par rapport à un autre peut affecter la croissance surtout si la croissance du pays indépendant diminue. Alors si l'effet de degré de l'ouverture commerciale n'est pas mesuré dans la régression, le coefficient estimé de la variable financière risque de donner une explication erronée.

### **2.3.4. Le taux d'inflation (INF)**

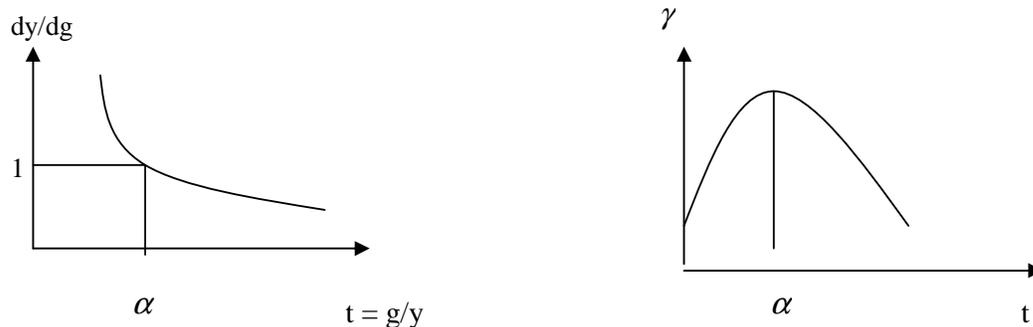
Ce taux reflète l'instabilité macroéconomique. Un taux d'inflation très élevé est un signe de l'incertitude qui s'accompagne d'un niveau d'investissement bas provoquant une diminution du taux de croissance du PIB. Barro & Sala -i- Martin (1992) ont trouvé une relation étroite entre l'instabilité macroéconomique et la croissance économique. Alors, si on ne contrôle pas le taux d'inflation, le coefficient estimé de la variable financière peut avoir une moindre influence sur la croissance.

### 2.3.5. Le ratio des dépenses publiques / PIB (DPPIB)

Les dépenses du gouvernement peuvent agir positivement sur la croissance en stimulant la demande de biens et de services, ce qui entraîne l'augmentation de la production et dope la croissance. Mais, ces dépenses peuvent avoir un effet négatif sur elle quand l'un des deux scénarios suivants se produit :

- 1) L'augmentation des dépenses publiques entraîne une augmentation de l'offre de la monnaie, ce qui fait repartir l'inflation et diminue, par effet de cascade, l'épargne l'investissement, la production et la croissance.
- 2) La taille de l'Etat dans l'économie :

Le gouvernement finance normalement ses dépenses par l'impôt. Barro (1990) dans son modèle de croissance endogène où il a introduit les dépenses dans la fonction de la production, conclut que les dépenses publiques ont un effet positif sur la croissance si la taille de l'Etat ( $t = g/y \leq \alpha^{23}$ ). C'est la taille optimale car dans ce cas l'effet positif des dépenses publiques sur la productivité marginale du capital domine et la croissance augmente. Si la taille de l'Etat est grande ( $t = g/y > \alpha$ ), alors la productivité des dépenses publiques  $dy/dg$  est inférieur à 1. Dans ce cas l'impôt pour financer ces dépenses a un effet négatif sur la croissance [Barro (1990), Darreau (2002)].



Sans prendre en considération les dépenses publiques, les coefficients estimés des indicateurs financiers peuvent donner une fausse image de la relation entre développement financier et développement économique et influencer positivement ou négativement la croissance.

<sup>23</sup>  $\alpha$  c'est la taille optimale de l'Etat estimée par Barro autour de 30% du PIB, pourcentage au-delà duquel l'effet négatif de la fiscalité domine et où la croissance laisse place à la décroissance.

### **.2.3.6. Le taux d'épargne (SRPIB)**

On a vu précédemment comment une hausse du taux d'épargne peut stimuler la croissance économique par l'augmentation du capital consacré aux investissements productifs car :

$I = sY$  où  $I$  est la propension marginale à l'épargne ( $s$ ) fois le revenu.

Un pays peut repousser sa limite en termes d'accumulation du capital en augmentant son taux d'épargne de  $s_1$  à  $s_2 \Rightarrow I = [k_{s_2} - k_{s_1}] \Rightarrow \Delta y = [y_{s_2} - y_{s_1}]$  (voir Annexe 1/ Figure 4).

### **2.3.7. Le pourcentage de la population qui a entre 15 et 64 ans (N15-64)**

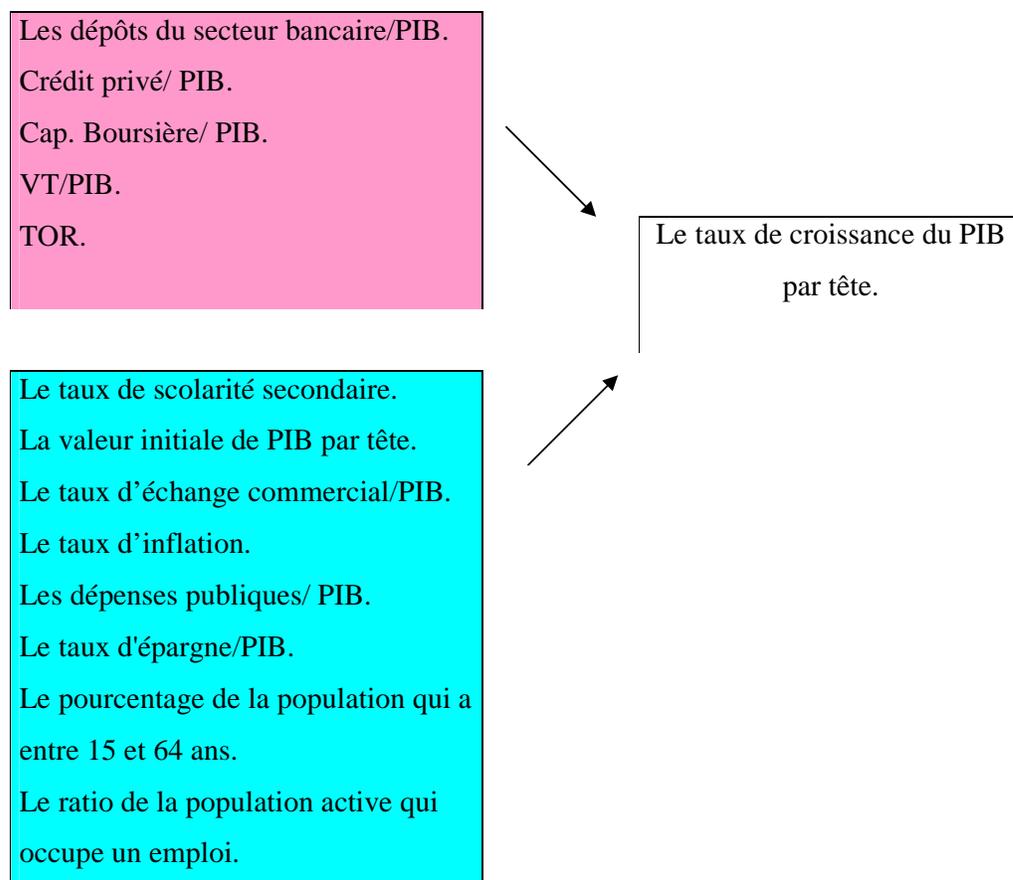
La théorie montre qu'une population jeune participe positivement à la croissance économique (Voir Annexe 1).

### **2.3.8. Le ratio de la population active qui occupe un emploi (LPA)**

La théorie nous a montré qu'une augmentation très forte du taux de chômage affecte le taux de croissance à long terme car une partie de la population active, prête à travailler, ne participe pas à la production (perte potentielle de production anticipée), ce qui diminue le taux de croissance (Voir Annexe 1).

Enfin, la Figure 1.3 suivante résume nos cinq variables financières et les variables de contrôle censées avoir la plus grande influence sur le taux de croissance du PIB par tête.

**Figure 1.3 : Les variables financière et réelles censées avoir une influence sur le taux de croissance du PIB par tête**



## Section 3. L'échantillon de l'étude

### 3.1. Les données

Toutes nos données sont celles de la Banque Mondiale. Les sources de données sont divisées en 2 parties :

#### 3.1.1. Les données qui concernent les variables financières

Ce sont les données sur les indicateurs financiers (Database of the financial structure) de la Banque Mondiale sous la direction de Mr. Thorsten Beck<sup>24</sup>. Les variables incluent des informations concernant plus de 100 pays pour la période 1960-2003. L'importance de cette base des données des indicateurs financiers des pays sur une longue période, tient à ce qu'elle rassemble un grand nombre d'indicateurs qui mesurent la taille, l'activité et l'efficacité des intermédiaires financiers et des marchés financiers. Ces données ont été mises à jour en 2003 et s'appliquent à toute la période pour établir sa cohérence. De plus, ces données ont été déflatées. En particulier, les données financières sont mesurées à la fin de l'année, comme le crédit accordé au secteur privé ou la capitalisation boursière, alors que le PIB est mesuré au cours de la période (over the period). En effet, la division simple des données financières par le PIB peut produire des mesures fallacieuses de développement financier, particulièrement dans les pays fortement inflationnistes [Beck T, Levine R & Loayza N (2000)]. Les données financières à la fin de l'année sont déflatées par le CPI (Consumer Price Index) de la fin de l'année. Le PIB est dégonflé par la moyenne du CPI de l'année. Pour résoudre le problème des mesures fallacieuses, certains économistes calculent la moyenne réelle de l'item financier en t et t-1 et divisent par la suite cette moyenne par le PIB réel mesuré en année t<sup>25</sup> [Beck & Levine et Loayza (2000), King & Levine (1993a), Beck & Levine (2004), Levine (1997)].

#### 3.1.2. Les données qui concernent les autres variables

Le reste des données provient des indicateurs du développement mondial (World Development Indicators, CD Rom 2002) de la Banque Mondiale concernant plus de 180 pays pour la période 1960-2000.

---

<sup>24</sup> Thorsten Beck is the Senior Financial Economist in the Finance Team of the Development Research Group of the World Bank.

<sup>25</sup> Par exemple: Private credit =  $\{(0.5)[F(t)/P_e(t) + F(t-1)/P_e(t-1)]\}/[GDP(t)/P_a(t)]$ , where F is the credit by deposit money banks to the private sector, P\_e is the end-of period CPI and P\_a is the average CPI for the year.

### 3.2. Le choix des pays et la période étudiés

Dans notre échantillon il y a 58 pays au total. Cet échantillon est composé de 2 groupes de pays. La classification de chaque pays dépend de son niveau de PIB par tête en 1978. On s'est efforcé d'avoir un échantillon représentatif. Pour ce faire, on a choisi 58 pays : 32 en voie de Développement, 'PVD', par exemple la Jordanie et l'Egypte et 26 autres pays développés comme par exemple, la France et le Danemark. Par ailleurs, cet échantillon nous permet de voir l'effet des indicateurs de développement financier sur la croissance économique exercée par tous les pays dans les PVD et dans les pays développés et de savoir lesquels parmi ces indicateurs contribuent le plus à la croissance économique dans ces pays.

L'échantillon est composé de 2 groupes :

1<sup>er</sup> groupe : un groupe de pays développés et riches : leur niveau de PIB par tête en 1978  $\geq$  6000 \$ par an.

2<sup>ème</sup> groupe : un groupe de PVD dont le niveau de PIB par tête en 1978  $<$  6000 \$ par an.

En effet, faire une distinction entre pays développés et pays en voie de développement provoque toujours des débats. Nous ne savons pas où exactement se trouve la ligne de démarcation entre les 2 groupes. Les classifications de ce type ne peuvent que reposer sur l'usage établi entre chercheurs. Il faut souligner que la classification de la Banque Mondiale est basée sur Revenu National Brut par habitant (RNB)<sup>26</sup> en 2000. Chaque pays parmi les 225, appartient à un groupe selon son RNB en 2000. Il y a 4 groupes selon la classification de la BM :

1<sup>er</sup> groupe : le revenu bas (low income)  $\leq$  755\$

2<sup>ème</sup> groupe : le revenu moyen bas (lower-middle income) 755 – 2995 \$

3<sup>ème</sup> groupe : le revenu moyen élevé (upper-middle income) 2996 – 9265 \$

4<sup>ème</sup> groupe : le revenu élevé (high income)  $\geq$  9266 \$

En général, la BM qualifie de PVD les pays à revenu faible et intermédiaire et de PD les pays à revenu élevé.

Nous sommes d'accord avec Andersen (2003) pour dire que cette classification est défailante.

---

<sup>26</sup> Gross national income GNI (formerly GNP) is the sum of value added by all resident producers plus any product taxes (less subsidies). Subsidies are generally a monetary grant given by government in support of any activity regarded as being in public interest [ Source: World Bank].

Quelques remarques et réserves peuvent être formulées sur cette classification des pays. En fait, cette classification des pays par la Banque Mondiale en 2000 basée sur le RNB met le Panama (qui a un RNB par tête en 2000 de 3260 \$) et le Gabon (qui a un RNB par tête de 3190 \$ en 2000) dans la même catégorie que les pays développés. Le Koweït qui a un RNB par habitant de 18030 \$ est placé au 31<sup>ème</sup> rang devant l'Espagne qui est au 38<sup>ème</sup> rang avec un RNB par tête de 15080 \$. Certes, le Panama a un revenu élevé grâce à son canal. En revanche, le revenu très élevé du Koweït ne reflète pas son développement économique car ce revenu est à 100% obtenu grâce au pétrole. Si on compare le PIB par tête (en \$ constants :1995 = 100) en 2000 on remarque que l'Espagne est largement devant le Koweït avec un PIB par tête de 17798 \$ contre 13546 \$ pour le second. Le PIB total de l'Espagne en 2000 (en US \$ constants en 1995) est de 702,239 milliards \$ contre 26,880 milliards \$ pour le Koweït. Il faut indiquer que l'Espagne seule a un PIB qui dépasse le PIB de tous les pays du Golfe exportateurs de pétrole. Nous pensons que la classification d'un pays selon son revenu ne reflète pas forcément son progrès technique qui est le moteur de développement économique réel. Ce n'est ni le pétrole, ni l'or qui est le moteur réel de la croissance économique.

Comme nous utilisons le taux de croissance du PIB (GDP)<sup>27</sup> par tête comme un indicateur pour mesurer la croissance économique, alors nous préférons utiliser le niveau initial de PIB par tête pour classer les pays dans les 2 groupes de notre échantillon en utilisant les informations rendues disponibles par la Banque Mondiale concernant le PIB par tête (en US \$ constant: 1995 = 100). Cet indicateur est mieux adapté que le RNB par tête pour représenter le développement économique d'un pays. On va choisir les pays dans chaque catégorie selon leur niveau de PIB par tête et selon les conditions ci-dessous. Ces conditions représentent quant à elles les exclus dont le Liban :

- 1) Tout pays où le pétrole représente plus de 60% du PIB annuel.
- 2) Tout pays qui ne dispose pas des 2 volets du système financier, c'est-à-dire à la fois un secteur bancaire et un marché financier (une Bourse).
- 3) Tout pays n'ayant que peu d'observations et de courtes séries temporelles. Tout pays doit avoir une longue série temporelle pour les variables étudiées.
- 4) Tout pays qui a une population de moins de 1 million d'habitants. Il faut une certaine taille aux pays étudiés.

---

<sup>27</sup> GDP is a value of all final goods and services produced within a nation in a given year [Source: World Bank].

### 3.2.1. La période étudiée

On va collecter les données sur la période 1978 – 2000, c'est-à-dire sur une période de 23 ans, l'année 1978 étant l'année initiale.

### 3.2.2. Les pays sélectionnés

Notre échantillon contient un nombre suffisant de pays (58) pour bien montrer l'influence des indicateurs financiers sur la croissance dans les pays développés comparée à celle dans les PVD.

**3.2.2.1.** Les pays développés dont le PIB par habitant en 1978 est supérieur ou égal à 6000 dollars. Ces pays sont présentés dans le tableau suivant.

**Tableau 2.3 : Les 26 pays développés dont le PIB par habitant en 1978 est supérieur ou égal à 6000 dollars**

Pays	Le PIB par tête en 1978	Le PIB par tête en 2000	Le taux de croissance de PIB par tête en moyenne sur la période <sup>28</sup>
Allemagne	22253 \$	32623 \$	1,82%
Argentine	6987 \$	7933 \$	0,47%
Australie	15460 \$	23838 \$	2,11%
Autriche	20720 \$	32763 \$	2,01%
Barbade	6019 \$	8282 \$	1,73%
Belgique	19927 \$	30830 \$	2,05%
Canada	15895 \$	22541 \$	1,69%
Danemark	26731 \$	38521 \$	1,68%
Espagne	10909 \$	17798 \$	2,18%
Etats-Unis	20822 \$	31996 \$	2,10%
Finlande	18463 \$	32024 \$	2,56%
France	20596 \$	29811 \$	1,75%
Grèce	10524 \$	13104 \$	1,24%
Hong Kong, Chine	10027 \$	24218 \$	4,28%

<sup>28</sup> Le taux de croissance de PIB par tête en moyenne sur la période = 
$$\sum_{i,t} \frac{y_{i,t} - y_{i,t-1}}{y_{i,t-1} T}$$

Irlande	10523 \$	27741 \$	4,61%
Italie	13429 \$	20885 \$	2,09%
Japon	26517 \$	44830 \$	2,51%
Luxembourg	24233 \$	56372 \$	3,95%
Norvège	21703 \$	37954 \$	1,07%
Nouvelle Zélande	13703 \$	17548 \$	2,60%
Pays Bas	20881 \$	30966 \$	1,81%
Portugal	6819 \$	12793 \$	2,87%
Royaume Uni	14134 \$	21667 \$	2,04%
Singapour	9449 \$	28230 \$	5,24%
Suède	21528 \$	31206 \$	1,71%
Suisse	37897 \$	46737 \$	1,04%

Source : WDI, 2002 / World Bank

**3.2.2.2.** Les PVD dont le niveau du PIB par habitant en 1978 est inférieur à 6000 \$ sont présentés par le tableau ci-dessus

**Tableau 3.3 : Les 32 PVD dont le PIB par habitant en 1978 est inférieur à 6000 dollars**

<b>Pays</b>	<b>Le PIB par tête en 1978</b>	<b>Le PIB par tête en 2000</b>	<b>Le taux de croissance de PIB par tête en moyenne sur la période</b>
Afrique de Sud	4278 \$	3985 \$	-0,24%
Bangladesh	219 \$	373 \$	2,55%
Bésil	3826 \$	4624 \$	0,93%
Chili	2336 \$	5354 \$	4,04%
Chine	151 \$	824 \$	8,08%
Colombie	1780 \$	2290 \$	1,38%
Corée du Sud	3846 \$	13062 \$	5,87%
Costa Rica	3113 \$	3912 \$	1,20%
Cote d'Ivoire	1238 \$	743 \$	-1,82%
Equateur	1481 \$	1425 \$	0,05%
Egypte	659 \$	1226 \$	2,89%
Inde	234 \$	459 \$	3,17%

Indonésie	450 \$	993 \$	3,90%
Jamaïque	1735 \$	1785 \$	0,16%
Jordanie	1507 \$	1617 \$	1,21%
Kenya	322 \$	328 \$	0,24%
Malaisie	2049 \$	4797 \$	4,03%
Malte	4063 \$	10223 \$	4,46%
Maroc	1073 \$	1370 \$	1,19%
Maurice	1997 \$	4429 \$	3,70%
Mexique	2881 \$	3819 \$	1,57%
Nigeria	300 \$	253 \$	-0,98%
Pakistan	295 \$	516 \$	2,69%
Perou	2481 \$	2368 \$	-0,11%
Philippines	1113 \$	1167 \$	0,38%
Sri Lanka	416 \$	860 \$	3,39%
Thaïlande	1055 \$	2805 \$	4,78%
Trinidad et Tobago	4174 \$	5123 \$	1,46%
Tunisie	1513 \$	2470 \$	2,35%
Turquie	2077 \$	3134 \$	1,87%
Uruguay	4687 \$	6115 \$	1,49%
Zimbabwe	553 \$	621 \$	0,38%

Source : WDI, 2002 / World Bank.

### 3.3. Les statistiques et les corrélations préliminaires

#### 3.3.1. Les statistiques

Les tableaux suivants représentent une description statistique pour nos indicateurs financiers et économiques et signalent leurs corrélations préliminaires. Comme notre objectif est de voir les différences entre les 2 groupes de pays, on a effectué une analyse statistique pour chaque groupe à part. En premier lieu, on présente les statistiques des 58 pays puis les statistiques du 1<sup>er</sup> groupe (26 pays développés) et enfin celles du 2<sup>ème</sup> groupe (32 PVD). Ces 3 tableaux seront suivis par nos remarques et commentaires:

**Tableau 4.3 : Statistiques de variable expliquée et des variables explicatives (financières et de contrôle) concernant l'échantillon de (58 pays)**

#### 1) Statistiques\* des variables financières de 58 pays\*\*

	YPIB	CPIB	VPIB	TOR	DPIB	PPIB
Moyenne	2.163869	39.88334	17.11359	36.45424	50.65747	47.92865
Médian	2.458376	20.69069	4.09519	22.74609	41.86477	40.162
Maximum	16.545	509.364	326.7773	474.504	744.6545	178.4897
Minimum	-16.51074	0.01517	0.000645	0.14552	5.26525	2.96059
Ecart Type	3.791639	53.52203	34.84584	47.14885	44.05854	32.32513
Observations	1334	1138	1156	1108	1237	1245

#### 2) Statistiques des variables de contrôle de 58 pays

	DPPIB	EPIB	INF	LNGDP	LNS	SRPIB	N15_64	LPA
Moyenne	28.81092	64.01963	36.58937	8.456274	4.21865	21.38236	61.96128	92.17
Médian	27.95988	51.9895	6.924151	8.458671	4.329548	20.77577	63.25608	93.1
Maximum	55.79616	321.8223	7481.664	10.93973	5.06796	58.29226	73.76145	99.8
Minimum	6.430601	9.594863	-3.9616	5.019432	0.916291	-5.579312	46.82277	72.4
Ecart Type	10.53489	44.44735	283.1474	1.514815	0.522195	7.428786	5.734133	5.089
Observation	1145	1255	1292	1334	708	1277	1334	907

Les statistiques dans les tableaux 4.3, 5.3 et 6.3 sont relatives à des données en panel.

\* Les statistiques dans les tableaux 4.3, 5.3 et 6.3 sont relatives à des données en panel.

\*\* Les virgules et les chiffres doivent se lire selon les conventions d'écriture anglo-saxonne.

**Tableau 5.3 : Statistiques de variable expliquée et des variables explicatives (financières et de contrôle) concernant l'échantillon de (26 pays développés)**

**1) Statistiques des variables financières de 26 PD**

	YPIB	CPIB	VPIB	TOR	DPIB	PPIB
Moyenne	2.277991	55.62106	26.48004	42.22273	69.31939	66.61848
Médian	2.291947	35.9732	9.68483	33.51406	57.18201	61.34824
Maximum	11.81166	509.364	326.7773	334.961	744.6545	178.4897
Minimum	-8.968898	0.35838	0.000645	0.16797	5.45446	10.42036
Ecart Type	2.771347	63.11321	42.84991	41.12105	55.87214	33.09611
Observations	598	545	551	539	559	573

**2) Statistiques des variables de contrôle de 26 PD**

	DPIB	EPIB	INF	LNGDP	LNS	SRPIB	N15_64	LPA
Moyenne	34.12766	67.6883	19.79833	9.878219	4.58764	23.21596	66.27483	92.41
Médian	36.04314	53.19248	3.740874	9.973761	4.594514	21.68413	66.65708	93
Maximum	55.46065	321.8223	3079.81	10.93973	5.06796	58.29226	73.76145	99.8
Minimum	9.420353	9.594863	-3.9616	8.66143	3.615771	12.48366	58.2226	75.5
Ecart Type	10.31047	52.9603	164.9096	0.492072	0.219328	6.975092	2.562064	4.654
Observations	516	552	585	598	325	559	598	522

**Tableau 6.3 : Statistiques de variable expliquée et des variables explicatives (financières et de contrôle) concernant l'échantillon de (32 PVD)**

**1) Statistiques des variables financières de 32 PVD**

	YPIB	CPIB	VPIB	TOR	DPIB	PPIB
Moyenne	2.071145	25.41951	8.583152	30.9899	35.27102	31.99223
Médian	2.694629	11.11356	1.77824	10.91044	29.39214	24.52926
Maximum	16.545	282.6058	229.7064	474.504	133.2016	121.5758
Minimum	-16.51074	0.01517	0.00096	0.14552	5.26525	2.96059
Ecart Type	4.451495	37.46882	22.29437	51.66634	21.12661	21.23283
Observations	736	593	605	569	678	672

**2) Statistiques des variables de contrôle de 32 PVD**

	DPIB	EPIB	INF	LNGDP	LNS	SRPIB	N15_64	LPA
Moyenne	24.44934	61.13896	50.48294	7.300944	3.905538	19.9548	58.45653	91.831
Médian	23.89768	50.18012	10.45549	7.457535	4.018003	19.48775	58.61104	93.2
Maximum	55.79616	220.3454	7481.664	9.477474	4.646696	42.9351	72.09036	99.2
Minimum	6.430601	9.800613	1.407938	5.019432	0.916291	5.579312	46.82277	72.4
Ecart Type	8.527429	36.17496	351.684	0.991609	0.499753	7.462414	5.182825	5.614
Observations	629	703	707	736	383	718	736	385

**Tableau 7.3 : Les statistiques en valeur moyenne (une seule observation par pays pour toute la période pour l'échantillon de (58 pays))**

	GA*	CPIB	VPIB	TOR	DPIB	PPIB
Moyenne	1.963091	36.15919	16.31671	35.87304	53.12038	47.15234
Médian	1.840394	22.8899	8.563737	28.57596	46.74258	44.03232
Maximum	7.646889	198.7458	124.9346	183.3435	259.4938	142.1199
Minimum	-2.197076	0.770845	0.041744	1.337991	14.04438	10.36593
Ecart Type	1.660193	37.61749	22.34955	35.64445	44.91947	28.06321

GA\*: le taux de croissance du PIB annuel moyen composé pour toute la période.

### Suite du tableau 7.3

	DPPIB	EPIB	INF	LNGDP	LNS	SRPIB	N15_64	LPA
Moyenne	28.46134	64.20645	36.94129	8.246081	4.192551	21.57418	61.96128	92.13166
Médian	27.47401	54.78007	7.507599	8.323181	4.285522	20.28163	63.0056	92.42381
Maximum	51.12177	207.0459	581.5277	10.52022	4.803174	45.30472	70.37357	102.14
Minimum	8.766926	13.23103	1.94119	5.019432	2.507003	6.784514	48.82443	79.18333
Ecart Type	10.1777	40.86926	113.2947	1.511122	0.512805	6.563396	5.429109	4.88232
Observations	57	56	58	58	58	58	58	53

#### 3.3.1.1. Au niveau financier

On peut remarquer qu'il y a une grande variation entre les indicateurs de développement financiers des PVD représentés par les tableaux 6.3 et ceux de l'échantillon [Tableaux 4.3] et des PD [Tableaux 5.3].

- La valeur moyenne de la capitalisation boursière par rapport au PIB dans les 32 PVD est de 25,42% comparée à 39,88% pour tout l'échantillon et à 55,62% pour les PD.

Par ailleurs, le retard entre les PVD d'une part, puis l'échantillon et les PD d'autre part, concernant le ratio de VPIB est 8,51% et 17,9% respectivement. Enfin, le ratio de Turnover en moyenne sur toute la période pour les PVD est de 30,99% comparé à 42,22% pour les PD et à 36,45% pour tout l'échantillon.

- En ce qui concerne le secteur bancaire, on peut remarquer une différence négative en moyenne de 15,39 points et de 34,04 points entre le ratio de DPIB des PVD d'une part et ceux de l'échantillon et des PD d'autre part (respectivement). En même temps, le ratio de PPIB est de 32% pour les PVD comparé à 66,62% pour les PD et à 47,93% pour tout l'échantillon (58 pays). Ces chiffres montrent la différence entre les pays riches et les PVD concernant le développement financier. Les pays qui ont un niveau économique plus élevé ont aussi un niveau financier plus élevé.

### 3.3.1.2. Au niveau économique

Certains points sont plus particulièrement importants.

- Si on regarde le niveau d'inflation, on remarque que les PD ont un niveau beaucoup moins élevé que celui des PVD [19,80% contre 50,48% (en moyenne)], ce qui signifie une stabilité macroéconomique dans les PD par rapport aux PVD.
- Autre indicateur très intéressant à remarquer, le rapport dépenses publiques /PIB. Ce ratio pour tous les pays est en moyenne de 28,8% [Tableaux 4.3] presque égal au  $\alpha$  calculé par Barro (1990)<sup>29</sup> pour la taille optimale de l'Etat dans l'économie, taille au-delà de laquelle la productivité des dépenses publiques est inférieure à 1 ( $dy/dg < 1$ ) et où l'impôt pour financer ces dépenses a un effet négatif sur la croissance. Dans notre étude, on peut remarquer clairement que les 26 PD ont une taille plus grande que les 32 PVD (34,13% contre 24,25%) en moyenne pour la période 1978-2000 [Tableaux 5.3 et 6.3], ce qui peut expliquer la croissance moins rapide des PD par rapport aux PVD. Par exemple la France (43%), l'Italie (46%), la Suède (42%), les Pays-Bas (51%), et la Belgique (50%) ont des taux de DP/PIB qui dépassent 40% en moyenne sur la période. Ces taux élevés sont imputables au rôle social joué par l'Etat dans ces pays. L'aspect social y pèse lourd, et le gouvernement fournit beaucoup de services sociaux qui exigent des dépenses élevées et bien évidemment des impôts élevés. Par contre, les USA (22%), le Japon (18%) et le Canada (24%) ont des taux de DP/PIB peu élevés.

### 3.3.1.3. Au niveau individuel

A cet égard, il faut indiquer que tandis qu'un certain nombre de pays ont réussi à développer leur système financier, beaucoup d'autres n'ont pas pu le faire. Par exemple, en ce qui concerne le ratio de VPIB, le Portugal et l'Indonésie ont réalisé les ratios les plus bas (0,000645% et 0,00096) en 1978. Il faut souligner que 23 ans plus tard ce ratio pour l'Indonésie n'a pas dépassé 10% (9,25% en 2000). Par contre, le Portugal a réussi à augmenter ce ratio qui est passé à 53% en 2000.

Le Danemark qui avait un ratio de TOR de 0,95% en 1982 a réussi à augmenter ce ratio qui a atteint 85,5% en 2000. Le Danemark a développé sa Bourse au contraire du cas indonésien ou de celui du Costa Rica qui a le ratio de turnover le plus bas dans l'échantillon de 0,145%

---

<sup>29</sup> " $\alpha$ " calculé par Barro = 30%.

réalisé en 1984 et qui n'a pas réussi à l'améliorer par la suite (en 1998 ce ratio était de 11,97%).

Un autre exemple: le secteur bancaire brésilien comme le secteur bancaire péruvien, n'a pas réussi à rassembler les épargnes ni à les canaliser dans les investissements productifs car en 2000 ces 2 ratios DPIB et PPIB étaient 24,57% et 16,69% respectivement.

En ce qui concerne l'Egypte et la Jordanie, leurs ratios moyens sont respectivement (CPIB = 10,40% et 54,71%, VPIB = 2,50% et 7,69% TOR = 15,69% et 14,35%).

Ces ratios sont bien inférieurs aux ratios moyens pour tout l'échantillon, ce qui montre la faiblesse des marchés financiers dans ces 2 pays et l'importance qu'il y aurait à les développer. Par contre, les secteurs bancaires égyptien et jordanien occupent une place plus importante dans ces 2 pays par rapport au marché financier. Les ratios de DPIB sont 56,26% et 67,72% respectivement, et dépassent la moyenne de tous les pays dans l'échantillon (50,66%). Cela montre un certain degré de confiance dans le secteur bancaire dans ces 2 pays. Malgré cette confiance, le secteur bancaire en Egypte n'a pas réussi à canaliser les épargnes dans les investissements privés ainsi que nous le montre le ratio de PPIB qui est en moyenne pour la période 27% comparé à 47,9% pour tout l'échantillon. Par contre, la Jordanie a un ratio moyen de PPIB = 55,51% qui est supérieur à celui de l'échantillon.

Enfin, pour ce qui est du Liban -exclu de l'échantillon- si on prend ses indicateurs boursiers moyens pour la période 1996-2002, c'est-à-dire depuis la réouverture de sa Bourse en septembre 1995, on obtient les résultats suivants : CPIB = 18,05%, VPIB = 1,34% et TOR = 6,63%. Ces chiffres mettent le Liban dans le même groupe que les 2 autres pays, Egypte et Jordanie. En revanche, le Liban possède un secteur bancaire bien développé reflété par un ratio de PPIB moyen sur la période 1995-2002 égal à 217%.

### 3.3.2. Corrélations préliminaires

#### 3.3.2.1. Corrélation de 58 pays en valeurs moyennes (58 observations):

On emploie les valeurs moyennes, c'est-à-dire que chaque pays a une seule observation pour chaque indicateur, soit au total 58 observations calculées en moyenne pour toute la période, à l'exception de LNGDP qui est calculé à partir du PIB par tête de 1978.

Procédons au calcul des régressions pour voir l'effet de la moyenne individuelle de chaque variable sur le taux de croissance annuel moyen du PIB par tête à long terme. Pour le calculer pendant la période étudiée, on utilise la formule suivante:

$$g_{i,t}^{LP} = (PIB_{2000} / PIB_{1978})^{1/t} - 1$$

Alors pour le premier pays dans notre échantillon (l'Allemagne) le taux de croissance annuel moyen pour la période 1978-2000 est :

$$g_1^{LP} = [(32623 / 22253)^{1/23}] - 1 = 1,677\%$$

La croissance de longue période  $g_i^{LP}$  sera fonction de

$$g_i^{LP} = f(\overline{CPIB}_i, \overline{VPIB}_i, \overline{TOR}_i, \overline{DPIB}_i, \overline{PPIB}_i, \overline{SRPIB}_i, \overline{LPA}_i, \dots)$$

Selon la matrice des corrélations [Tableau 8.3] ci-dessous, on peut remarquer que les indicateurs de développement financier se corrélaient positivement avec le taux de croissance annuel moyen du PIB par tête à long terme. Ils nous montrent qu'il y a une relation possible entre les variables de développement financier et la variable de développement économique  $g_i^{LP}$

Tableau 8.3 : Matrice des corrélations (échantillon de 58 pays)

	GA*	CPIB	VPIB	TOR	DPIB	PPIB	DPPIB
GA	1	0.12822	0.190855	0.544183	0.319778	0.363235	-0.040413
CPIB	0.12822	1	0.4667	0.034545	0.720332	0.595526	0.254709
VPIB	0.190855	0.4667	1	0.653766	0.276973	0.659644	0.00728
TOR	0.544183	0.034545	0.653766	1	0.149096	0.500369	-0.237556
DPIB	0.319778	0.720332	0.276973	0.149096	1	0.760176	0.364613
PPIB	0.363235	0.595526	0.659644	0.500369	0.760176	1	0.282018
DPPIB	-0.040413	0.254709	0.00728	-0.237556	0.364613	0.282018	1
EPIB	0.116203	0.512698	-0.038191	-0.252259	0.537606	0.199649	0.413705
INF	-0.269783	-0.190585	-0.158979	-0.026753	-0.273333	-0.325112	-0.220774
LNGDP	-0.091311	0.427819	0.409596	0.082363	0.437501	0.566523	0.5517
LNS	0.13273	0.340645	0.348372	0.157772	0.339507	0.517877	0.48266
SRPIB	0.644847	0.359229	0.395892	0.580697	0.589623	0.633658	0.019309
N15_64	0.411549	0.314652	0.419365	0.377166	0.483381	0.65483	0.355658
LPA	0.424697	0.016175	0.233189	0.436092	0.194004	0.23038	-0.309691

	EPIB	INF	LNGDP	LNS	SRPIB	N15_64	LPA
GA	0.116203	-0.269783	-0.091311	0.13273	0.644847	0.411549	0.424697
CPIB	0.512698	-0.190585	0.427819	0.340645	0.359229	0.314652	0.016175
VPIB	-0.038191	-0.158979	0.409596	0.348372	0.395892	0.419365	0.233189
TOR	-0.252259	-0.026753	0.082363	0.157772	0.580697	0.377166	0.436092
DPIB	0.537606	-0.273333	0.437501	0.339507	0.589623	0.483381	0.194004
PPIB	0.199649	-0.325112	0.566523	0.517877	0.633658	0.65483	0.23038
DPPIB	0.413705	-0.220774	0.5517	0.48266	0.019309	0.355658	-0.309691
EPIB	1	-0.305024	0.073684	0.05909	0.297983	-0.024437	-0.095197
INF	-0.305024	1	-0.04808	-0.09462	-0.176254	-0.138234	0.069206
LNGDP	0.073684	-0.04808	1	0.827811	0.180246	0.774566	-0.029314
LNS	0.05909	-0.09462	0.827811	1	0.29706	0.810266	-0.093945
SRPIB	0.297983	-0.176254	0.180246	0.29706	1	0.474298	0.403364
N15_64	-0.024437	-0.138234	0.774566	0.810266	0.474298	1	0.221575
LPA	-0.095197	0.069206	-0.029314	-0.093945	0.403364	0.221575	1

$$GA^* = g_i^{LP}$$

En ce qui concerne les autres variables réelles on peut faire les remarques suivantes:

- il y a une corrélation négative entre le taux de croissance moyen de longue période GA d'une part, l'inflation, les dépenses publiques et le niveau initial du PIB par tête d'autre part, ce qui confirme la théorie.
- Il y a une relation positive entre le GA et le taux de scolarité secondaire. Cela confirme la théorie de la croissance endogène qui suppose une corrélation positive entre le capital humain et la croissance économique.
- Il y a une corrélation positive entre le ratio d'ouverture commerciale et le GA, en accord avec la conclusion de Allen & Ndikumana (2000) qui ont trouvé une association positive entre les deux variables.

- En ce qui concerne le taux d'épargne, la colinéarité avec le GA est positivement très forte.
- Enfin, il y a une corrélation nettement positive entre le taux de croissance d'une part et le pourcentage de la population qui a entre 15 et 64 ans et le ratio de la population active qui occupe un emploi, d'autre part.

### 3.3.2.2. Corrélation entre les variables financières et le PIB par tête en 1989 et 2000

**Tableau 9.3 : Corrélation entre les 5 variables financières et le PIB par tête en 1989 et 2000**

	Y89	Y2000	CPIB	VPIB	TOR	DPIB	PPIB
Y89	1	0.9914	0.472	0.451	0.142	0.437	0.638
Y2000	0.9914	1	0.484	0.476	0.189	0.485	0.662

Ce qu'on veut voir, c'est le lien entre le niveau de vie représenté par le log du PIB par tête et son évolution dans le temps sur les variables financières.

Les 5 indicateurs financiers sont mesurés par la valeur moyenne pour chaque individu pour la période 1978-2000. Le développement économique est représenté par le logarithme de PIB par tête en 1989 et en 2000 respectivement. L'objectif est de voir s'il y a une relation possible entre les variables de développement financier et la variable de développement économique et si cette corrélation augmente avec le temps. Le tableau ci-dessus nous montre une corrélation positive entre tous les indicateurs financiers et le PIB par tête de 1989 et de 2000. Il nous montre aussi une augmentation de corrélation en 11 ans entre CPIB, VPIB, TOR et le PIB par tête. La corrélation entre les deux indicateurs de développement bancaire et le PIB par tête en 1989 et 2000 montre enfin une relation positive avec une augmentation de cette corrélation dans le temps, comme on peut la constater ci-dessus.

NB: Il faut souligner que ces corrélations préliminaires sont peu importantes car on n'emploie aucune méthode économétrique. Il n'empêche que ces corrélations peuvent donner une idée générale.

## Section 4. Corrélation en employant les valeurs moyennes et l'estimateur de MCO

On va employer l'estimateur MCO pour voir l'effet sur la croissance économique effectué par le développement des variables financières.

### 4.1. Résultats des régressions simples (échantillon de 58 pays)

On va procéder à 5 ajustements (5 régressions individuelles) entre chaque variable parmi les 5 variables financières – censées avoir une influence sur la croissance économique- et le taux de croissance de PIB par tête à long terme afin de voir s'il y a une relation possible entre ces variables et le taux de croissance annuel moyen du PIB par tête à long terme.

**Tableau 10.3 : Les résultats du lancement des 5 régressions sur le GA<sup>30</sup>**

Variable dépendante : le taux de la croissance annuel moyen du PIB par tête à long terme GA

Méthode des Moindres Carrés

Observations: 58 with a sample: 1 58

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance

Variable	Coefficient	t-statistic	Prob	R <sup>2</sup>
CPIB	0.009	1.66	0.103	0.044
VPIB	0.020	1.44	0.154	0.072
TOR	0.023	2.74	0.0082	0.238
DPIB	0.014	3.88	0.0003	0.139
PPIB	0.023	2.47	0.0168	0.152

Les résultats ci-dessus confirment les résultats obtenus dans la section précédente (les corrélations préliminaires). Trois indicateurs de développement financier (TOR, DPIB, PPIB) ont une corrélation positive forte avec le GA. VPIB n'entre pas dans la régression significativement. CPIB entre dans la régression significativement à 10% de IC.

En ce qui concerne ces 2 indicateurs de développement boursier (CPIB et VPIB), leurs coefficients montrent une corrélation positive avec le taux de croissance de PIB par tête à long terme mais cette relation n'est pas significative. A cet égard, il faut rappeler que Levine &

<sup>30</sup> Vous trouvez les 5 régressions (Annexe 3 du Tableau 10.3.1 jusqu'au Tableau 10.3.5)

Zervos (1998) montrent que la capitalisation boursière n'est pas du tout un bon prédicteur de la croissance économique. Lorsque Levine et Zervos (1998) introduisent la CPIB avec VPIB dans leur régression, le coefficient de VPIB n'a pas beaucoup changé, ce qui les conduit à conclure que l'effet de prix ne conduit pas la relation entre VPIB et la croissance. Ce résultat n'a pas empêché Levine & Zervos (1998) de considérer la CPIB comme un mauvais prédicteur de la croissance. Beck et Levine (2004) ont utilisé un seul indicateur pour représenter le développement boursier, celui de Turnover. Nous nous appuyons sur nos résultats et sur l'approche fonctionnelle de Levine (1997) pour confirmer que la CPIB n'est pas un bon prédicteur de développement économique. En effet, l'augmentation de la capitalisation boursière (les titres listés en bourse) ne signifie pas une augmentation d'allocation de ressources dans les investissements productifs qui favorise la croissance. De plus, cette augmentation de la capitalisation boursière peut être due à l'effet de prix sans une augmentation réelle des titres listés, ce qui ne peut pas satisfaire la 1<sup>ère</sup> fonction chez Levine (1997) : la mobilisation des épargnes. Enfin personne ne peut confirmer que l'augmentation de ce ratio signifie une baisse du coût de transaction et du coût d'information qui est au cœur de la théorie de l'intermédiation financière.

Comme on a déjà montré précédemment, (une façon de capter l'influence de l'effet des prix est de considérer en même temps la capitalisation et la valeur des titres échangés. Si la valeur des titres échangés reste significativement corrélée avec le taux de croissance du PIB par tête lors du contrôle de capitalisation, alors il s'ensuit que l'effet de prix ne domine pas la relation entre la valeur des titres échangés et la croissance).

**Lorsqu'on introduit CPIB avec VPIB et TOR dans la même régression (on passe d'une régression simple à une régression multiple), [tableau 11.3 ci-dessous], on remarque que le VPIB ne reste plus corrélé positivement avec les taux de croissance économique (en sachant que cette corrélation n'est pas significative). Son coefficient prend même une valeur négative. Cela signifie que l'effet de prix induit la relation empirique entre VPIB et GA. Mais dans le cas de TOR, on remarque que son coefficient reste positivement corrélé avec le GA à 1% de l'intervalle de confiance. Cette observation nous conduit à conclure que le ratio de Turnover est le meilleur pour représenter le développement boursier. D'ailleurs ce ratio explique une grande partie de la variance de la croissance économique montrée par  $R^2 = 30\%$ . Lorsqu'on lance la régression sans introduire TOR,  $R^2$  devient seulement = 7,9% [voir Tableau 12.3].**

**Tableau 11.3 : Régression GA sur CPIB, VPIB et TOR (échantillon 58 pays)**

Variable dépendante: GA

<b>CPIB</b>	0.014 [1.99] (0.05)
<b>VPIB</b>	-0.02 [-1.02] (0.31)
<b>TOR</b>	0.03 [3.39] (0.001)
<b>Constante</b>	0.73 [2.01] (0.0491)
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.305</b>
<b>R<sup>2</sup> adjusted</b>	0.266341
<b>Akaike</b>	3.608507
<b>Durbin-Watson</b>	1.760692
<b>Nombre d'observation</b>	58

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des  $t$  de Student corrigés de l'hétéroscédasticité.

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

**Tableau 12.3 : Régression GA sur CPIB et VPIB (échantillon 58 pays)**

Variable dépendante: GA

<b>CPIB</b>	0.0045 [0.621] (0.537)
<b>VPIB</b>	0.016133 [1.025] (0.31)
<b>Constante</b>	1.537 [4.891] (0.000)
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.0798</b>
<b>R<sup>2</sup> adjusted</b>	0.046368
<b>Akaike</b>	3.854606
<b>Durbin-Watson</b>	1.784105
<b>Nombre d'observation</b>	58

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des  $t$  de Student corrigés de l'hétéroscédasticité

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

## 4.2. L'équation Standard et les estimations économétriques pour l'échantillon (58 pays)

### 4.2.1. L'équation standard

Pour choisir les variables que nous allons introduire dans notre régression, il nous faut regarder la colinéarité entre ces variables [Tableaux 8.3]. Lors du choix d'une forme fonctionnelle, il faut toujours garder à l'esprit les problèmes de colinéarité des variables explicatives. En effet, plus la forme fonctionnelle est flexible, plus les problèmes de colinéarité sont importants.

On introduit les variables "standard":

INF, LNGDP, LNS, SRPIB, LPA,  
-0,27 -0,09 0,13 0,64 0,42

Tableau 13.3 : La régression de l'équation standard (échantillon 58 pays)

Variable dépendante: GA

<b>LNGDP</b>	-0.595 [-3.404] (0.0014)
<b>LNS</b>	1.542 [3.124] (0.0031)
<b>INF</b>	-0.003 [-2.675] (0.0102)
<b>LPA</b>	0.099 [2.458] (0.0177)
<b>SRPIB</b>	0.119 [5.691] (0.0000)
<b>Constante</b>	-11.196 [-3.082] (0.0034)
R <sup>2</sup>	0.607
R <sup>2</sup> adjusted	0.565135
Akaike	3.048440
Durbin-Watson	1.688211
Nombre d'observations	53

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des  $t$  de Student corrigés de l'hétéroscédasticité.

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

EPIB ne ressort pas<sup>31</sup>, N15-64 n'a pas été retenu car elle est fortement corrélée avec LNS (0,81), au contraire de LPA qui est très faiblement corrélée avec LNS.

<sup>31</sup> Voir : Tableau 13.3.1, Annexe 3

En ce qui concerne le DPPIB, on l'élimine de nos variables standard car non seulement il est faiblement corrélé avec GA mais il est aussi fortement colinéaire à LNGDP et LNS (0,55 et 0,48). Lorsqu'on l'introduit dans l'équation standard, il ne ressort pas. (Voir Tableau 14.3 ci-dessous). Vu la non significativité de coefficient lié à DPPIB, cette variable sera exclue de notre équation. En effet, l'écart type assez élevé lié à cette variable prouve l'existence d'une colinéarité avérée.

**Tableau 14.3 : La non significativité de DPPIB dans la régression de l'équation standard (échantillon 58 pays)**

Variable dépendante: GA

<b>DPPIB</b>	0.026 [1.493] (0.1423)
<b>LNGDP</b>	-0.688 [-4.031] (0.0002)
<b>LNS</b>	1.525 [3.261] (0.0021)
<b>INF</b>	-0.002 [-2.276] (0.0276)
<b>LPA</b>	0.112 [2.874] (0.0062)
<b>SRPIB</b>	0.121 [5.331] (0.0000)
<b>Constante</b>	-12.350 [-3.522] (0.0010)
R <sup>2</sup>	0.615
R <sup>2</sup> adjusted	0.563059
Akaike	3.063356
Durbin-Watson	1.426635
Nombre d'observations	52

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des  $t$  de Student corrigés de l'hétéroscédasticité.

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

En ce qui concerne les variables financières, on peut remarquer que CPIB est fortement colinéaire avec VPIB (0,47) mais très faiblement corrélé avec TOR (0,03). En même temps, VPIB est fortement corrélé avec TOR (0,65). DPIB est colinéaire avec PPIB (0,76) et TOR est colinéaire avec PPIB (0,50). La colinéarité se traduit par l'impossibilité d'estimer les coefficients de la régression par la méthode des moindres carrés. La colinéarité se traduit par des estimations imprécises des paramètres et par des écarts-types élevés. Lors du choix d'une forme fonctionnelle, il faut toujours garder à l'esprit les problèmes de colinéarité des variables explicatives. En effet, plus la forme fonctionnelle est flexible, plus les problèmes de colinéarité sont importants.

#### 4.2.2. L'influence positive des indicateurs financiers

On va montrer l'influence des variables financières -à travers  $R^2$ - comme des variables endogènes qui expliquent les taux de croissance à long terme lorsqu'on ajoute ces variables dans la régression standard. On va procéder à des ajustements en éliminant le SRPIB comme le font la plupart des chercheurs car l'impact du niveau de développement financier passe par le niveau d'investissement ( $I = sY$ ) [Andersen (2003), Guillaumont & Kpodar (2006), Beck & Levine (2004)]. Guillaumont & Kpodar (2006) donnent les indications suivantes : « Nous n'introduisons pas le taux d'investissement ou le taux de croissance du capital puisque nous supposons que l'impact du niveau et de l'instabilité du développement financier passe en partie à travers le niveau de l'investissement».

Ce problème de forte corrélation entre SRPIB et toutes les variables financières, on va le résoudre par un ajustement qui ne laisse introduire que la part non corrélée de SRPIB avec chaque indicateur de développement financier.

**Tableau 15.3 : Représentation de l'équation standard sans prendre en considération le SRPIB qui est corrélé fortement avec toutes les variables financières (échantillon 58 pays)**

Variable dépendante: GA

<b>LNGDP</b>	-0.620 [-2.516] (0.0153)
<b>LNS</b>	2.006 [3.112] (0.0031)
<b>INF</b>	-0.004 [-3.654] (0.0006)
<b>LPA</b>	0.172 [3.916] (0.0003)
<b>Constante</b>	-16.993 [-4.062] (0.0002)
<b>R<sup>2</sup></b>	0.44
<b>R<sup>2</sup> adjusted</b>	0.389447
<b>Akaike</b>	3.371087
<b>Durbin-Watson</b>	1.896098
<b>Nombre d'observations</b>	53

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des  $t$  de Student corrigés de l'hétéroscédasticité.

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Le tableau 16.3 montre l'influence exercée par les indicateurs de développement bancaire et de développement boursier sur le taux de croissance moyen de PIB par tête à long terme.

**Tableau 16.3 : L'effet positif des indicateurs financiers sur la croissance économique montré par R<sup>2</sup>**

Variable dépendante: GA

	1	2	3	4
<b>CPIB</b>	0.009 [2.003] (0.051)	0.0087 [1.71] (0.0935)		
<b>VPIB</b>				
<b>TOR</b>		0.0127 [1.74] (0.0887)		0.013 [1.90] (0.0636)
<b>DPIB</b>			0.011 [4.159] (0.0001)	0.011 [4.853] (0.0000)
<b>PPIB</b>				
<b>LNGDP</b>	-0.734 [-3.02] (0.004)	-0.674 [-3.37] (0.0015)	-0.772 [-3.36] (0.0016)	0.712 [-3.60] (0.0008)
<b>LNS</b>	2.089 [3.28] (0.0019)	1.767 [3.218] (0.0024)	2.108 [3.423] (0.0013)	1.780 [3.258] (0.0021)
<b>INF</b>	-0.003 [-3.07] (0.0034)	-0.003 [-3.88] (0.0003)	-0.003 [-2.41] (0.0198)	-0.003[-2.924] (0.0054)
<b>LPA</b>	0.168 [3.65] (0.0007)	0.126 [2.750] (0.0085)	0.146 [3.386] (0.0014)	0.103 [2.353] (0.0229)
<b>Constante</b>	-16.337[-3.70] (0.0006)	-12.101[-2.82] (0.0071)	-14.38 [-3.51] (0.001)	-9.99 [-2.484] (0.0167)
R <sup>2</sup>	0.47	0.53	0.50	0.57
R <sup>2</sup> adjusted	0.413108	0.47165	0.452281	0.514611
Akaike	3.348245	3.259394	3.279167	3.174585
Durbin-Watson	1.751841	1.584957	1.863009	1.718379
Nombre d'observations	53	53	53	53

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des *t* de Student corrigés de l'hétéroscédasticité.

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Comme on peut remarquer dans le [Tableau 16.3 / Colonne 1], lorsqu'on ajoute CPIB à la régression standard du tableau 15.3, R<sup>2</sup> augmente de 0.44 pour devenir 0.47. Si l'on ajoute encore dans la régression l'indicateur de liquidité du marché (TOR) qui est corrélé faiblement avec CPIB, R<sup>2</sup> devient 0.53 [Tableau 16.3 / Colonne 2]. Ensuite, on ajoute DPIB à la régression standard du tableau 15.3 pour montrer l'influence positive d'un indicateur de développement bancaire sur le taux de croissance de PIB par tête (R<sup>2</sup> passe de (0.44) [tableau 15.3] à (0.50) [Tableau 16.3 / Colonne 3]. Puis, on rajoute l'indicateur de liquidité (TOR) à la régression 3 du tableau 16.3, (R<sup>2</sup> augmente de 0.50 pour devenir 0.57).

### 4.2.3. Les procédures, les régressions et les résultats

#### 4.2.3.1. Les procédures et les régressions

- 1) on regarde dans la colonne 1 [Tableau 8.3] quelles sont les variables financières corrélées avec GA. On a :

TOR, PPIB, DPIB, VPIB, CPIB  
0,54 0,36 0,32 0,19 0,13

- 2) on va essayer d'introduire ces variables financières, en veillant à ce qu'elles ne soient pas corrélées avec SRPIB.

Par exemple, TOR qui est fortement corrélé avec GA est aussi colinéaire à SRPIB. Pour résoudre ce problème, on opte pour la solution suivante. On ne garde du taux d'épargne que sa composante non corrélée avec TOR. Pour ce faire, on procède à l'ajustement :

$$SRPIB_i = \alpha + B TOR_i + \varepsilon_i$$

On obtient 2 composantes de SRPIB:

$$\widehat{SRPIB}_i = \widehat{\alpha} + \widehat{\beta} TOR_i + \widehat{\varepsilon}_i$$

où  $\widehat{\alpha} + \widehat{\beta} TOR_i$  est la composante corrélée

et  $\widehat{\varepsilon}_i$  est la composante non corrélée (RES\_SRPIB)

Tableau 17.3 montre la non significativité de coefficient associé au TOR lorsqu'on ajoute dans la régression le SRPIB. On a résolu ce problème de forte colinéarité entre TOR et SRPIB en remplaçant le SRPIB par la part non corrélée de SRPIB avec TOR (Res\_SRPIB) [Voir : Tableau 18.3].

**Tableau 17.3 : L'effet de la colinéarité entre une variable financière TOR et le taux d'épargne SRPIB**

Variable dépendante: GA

<b>TOR</b>	0.006091 [0.947963] (0.3481)
<b>SRPIB</b>	0.107488 [5.465823] (0.0000)
<b>LNGDP</b>	-0.567207 [-3.037176] (0.0039)
<b>LNS</b>	1.432855 [2.711189] (0.0094)
<b>INF</b>	-0.002659 [-3.060864] (0.0037)
<b>LPA</b>	0.086737 [1.966006] (0.0554)
<b>Constante</b>	-9.753209 [-2.413995] (0.0198)
R <sup>2</sup>	0.62
R <sup>2</sup> adjusted	0.570137
Akaike	3.053102
Durbin-Watson	1.669044
Nombre d'observations	53

**Tableau 18.3 : La part non corrélée de SRPIB avec TOR**

Variable dépendante: GA

<b>TOR</b>	0.015661 [2.479029] (0.0169)
<b>Res_SRPIB</b>	0.107488 [5.465823] (0.0000)
<b>LNGDP</b>	-0.567207 [-3.037175] (0.0039)
<b>LNS</b>	1.432855 [2.711189] (0.0094)
<b>INF</b>	-0.002659 [-3.060864] (0.0037)
<b>LPA</b>	0.086737 [1.966006] (0.0554)
<b>Constante</b>	-7.777586 [-1.860096] (0.0693)
R <sup>2</sup>	0.62
R <sup>2</sup> adjusted	0.570137
Akaike	3.053102
Durbin-Watson	1.669044
Nombre d'observations	53

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des  $t$  de Student corrigés de l'hétéroscédasticité

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

3) En ce qui concerne les autres variables financières, elles sont corrélées fortement avec le SRPIB. On procède au même ajustement que ci-dessus, c'est-à-dire qu'on régresse SRPIB sur chaque variable financière. Puis on retient le résidu de SRPIB issu de l'estimation afin de l'introduire dans la régression générale (Voir Tableau 19.3).

#### 4.2.3.2. Les résultats et le calcul de l'effet de développement financier (échantillon de 58 pays)

On peut résumer les résultats obtenus dans un seul tableau qui exprime l'influence de la valeur moyenne des 5 indicateurs de développement financier sur le taux de croissance annuel moyen du PIB par tête (GA) pour 58 pays pour la période 1978-2000.

**Tableau 19.3 : L'effet de développement financier sur le taux de croissance économique (58 pays)**

Variable dépendante: GA

<b>CPIB</b>	0.01 [3.29] (0.0019)				
<b>VPIB</b>		0.016 [1.74] (0.088)			
<b>TOR</b>			0.016 [2.48] (0.017)		
<b>DPIB</b>				0.012 [5.89] (0.000)	
<b>PPIB</b>					0.021 [2.47] (0.017)
<b>LNGDP</b>	-0.60 [-3.23] (0.0023)	-0.58 [-3.48] (0.001)	-0.57 [-3.04] (0.004)	-0.65 [-3.62] (0.001)	-0.64 [-3.97] (0.000)
<b>LNS</b>	1.54 [3.03] (0.004)	1.53 [3.13] (0.003)	1.43 [2.71] (0.009)	1.63 [3.20] (0.003)	1.53 [3.11] (0.003)
<b>INF</b>	-0.003[-2.65] (0.011)	-0.003[-2.67] (0.010)	-0.003[-3.06] (0.004)	-0.002[-2.30] (0.026)	-0.002[-2.09] (0.042)
<b>LPA</b>	0.10 [2.44] (0.019)	0.10 [2.42] (0.020)	0.09 [1.97] (0.055)	0.10 [2.38] (0.021)	0.10 [2.37] (0.022)
<b>RES_SRPIB*</b>	0.12 [4.91] (0.000)	0.12 [5.45] (0.000)	0.11 [5.47] (0.000)	0.11 [4.45] (0.001)	0.11 [4.21] (0.000)
<b>Constante</b>	-8.98 [-2.32] (0.025)	-9.05 [-2.29] (0.027)	-7.78 [-1.86] (0.070)	-8.99 [-2.33] (0.024)	-8.89 [-2.30] (0.026)
R <sup>2</sup>	0.61	0.61	0.62	0.61	0.61
R <sup>2</sup> adjusted	0.555683	0.556407	0.570137	0.563901	0.559625
Akaike	3.086172	3.084542	3.053102	3.067504	3.077261
Durbin-Watson	1.687157	1.685273	1.669044	1.671864	1.671737
Nombre d'observations	53	53	53	53	53

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des t de Student corrigés de l'hétéroscédasticité.

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

**\*La part non corrélée de SRPIB avec la variable financière**

Le tableau 19.3 nous montre que les 5 indicateurs de développement financier se corrèlent positivement avec le taux de croissance moyen du PIB par tête pour la période 1978-2000.

On peut noter que le coefficient de ratio de PPIB est plus important que celui TOR. Il y a une association positive forte entre le ratio de Turnover et le taux de croissance de PIB par tête à long terme. On peut remarquer que les indicateurs représentant taille (CPIB et DPIB) du secteur financier sont plus significatifs que ceux qui représentent l'activité.

L'intérêt de l'utilisation de la méthode des MCO dans les régressions est de détecter les différences entre les pays afin de savoir l'effet du développement financier sur la croissance économique d'un pays ou d'un groupe. Pour y parvenir, il faut calculer, tout d'abord, la croissance du PIB par tête enregistrée pour tous les pays de l'échantillon sur la période de l'étude déterminée par toutes les conditions possibles sur 23 ans. Pour la calculer, Andersen (2003) a utilisé l'équation suivante:

$$(1 + \bar{Y})^t = S_t$$

où  $\bar{Y}$  : le taux de croissance de PIB par tête en moyenne de l'échantillon.

t : la période.

$$(1 + 0.022)^{23} = 1.65$$

C'est la moyenne de la croissance de PIB par tête que tous les pays exercèrent sur la période (GDP growth).

Pour connaître l'effet séparé du développement financier sur la croissance économique d'un pays au cas où il aurait réussi à avoir un ratio plus élevé que son ratio réel, on utilise l'équation suivante [Andersen (2003)] :

$$1 + \bar{Y} + \beta * (X) = Y$$

Où  $\bar{Y}$  : le taux de croissance de PIB par tête en moyenne de l'échantillon.

$\beta$  : le coefficient estimé de la variable financière.

X : la différence entre le ratio financier d'un pays et le ratio en moyenne pour tous les pays concernant la même variable financière.

Y : la croissance de PIB par tête sur la période due au changement financier ("Changed" GDP growth).

Si par exemple, le secteur bancaire colombien avait le ratio de PPIB de l'échantillon à la place de son ratio réel en moyenne sur la période (0,15), le plus bas dans notre échantillon, la

Colombie aurait eu un taux de croissance de PIB de 0,74% de plus par an pendant 23 ans. En somme, elle aurait eu une croissance supplémentaire de l'ordre de **17%** de plus, accumulés sur toute la période.

En ce qui concerne notre cas d'étude, si la Jordanie avait un ratio moyen de turnover sur l'échantillon égal à 37% (à la place du ratio moyen sur la période de 14%), la Jordanie aurait eu un taux de croissance du PIB par tête de **8,5 %**, ce qui n'était pas le cas durant cette période. En fait la Jordanie aurait pu obtenir un taux de croissance de PIB par tête de 0,37% de plus par an.

Calcul:

$$X = 0.37 - 0.14 = 0.23$$

En appliquant l'équation ci-dessus on obtient:

$$(1 + 0.022 + 0.016 * 0.23)^{23} = 1.79$$

$$\Rightarrow 1.79 - 1.65 = 0.14$$

$$\Rightarrow \frac{0.14}{1.65} = 8.48\%$$

Andersen (2003) utilise une autre méthode qui donne le même résultat pour calculer l'effet de l'augmentation de ratio financier sur le taux de croissance de PIB :

$$\frac{\text{"Changed" GDP growth}}{\text{GDP growth}} - 1$$

$$\Rightarrow (1.79 / 1.65) - 1 = 0.08484$$

Si l'Egypte avait un ratio de Turnover moyen sur l'échantillon de (37%) à la place de sa moyenne (16%), alors l'économie égyptienne aurait pu s'accroître de 0,34% de plus par an, c'est-à-dire **7,9%** de plus sur toute la période 1978-2000.

Par contre, si l'Egypte avait accordé à son secteur privé des crédits / PIB qui égalent le ratio moyen de l'échantillon (0,48) à la place de son ratio actuel (0,27), elle aurait augmenté son taux de croissance de PIB par tête de **10,3 %** durant cette période.

$$(1 + 0.022 + 0.021 * 0.21)^{23} = 1.82$$

$$1.82 - 1.65 = 0.17$$

$$\Rightarrow 0.17 / 1.65 = \mathbf{10.3\%}$$

Les banques de dépôt en Jordanie ont un ratio de **PPIB (55%)** en moyenne sur la période qui est plus élevé que la moyenne de l'échantillon.

En ce qui concerne le groupe de 32 PVD, si ce groupe avait un ratio de turnover égal à celui de l'échantillon (37%) à la place de son ratio en moyenne sur la période (31%), il aurait gagné **4%** de taux de croissance de plus sur les 23 années. Par contre, si ce groupe avait accordé à son secteur privé des crédits égaux à ceux accordés par tous les pays de l'échantillon (48%) à la place de son ratio réel de (32%), ce groupe aurait eu un taux de croissance de **13%** de plus sur la période. Ces résultats montrent que le système bancaire dans les PVD, où les informations sont peu diffusées, contribue plus à la croissance économique de long terme que le système basé sur les Bourses.

Dans la sous-section suivante nous allons procéder à des ajustements (régressions) sur les 2 groupes de l'échantillon : le groupe de 32 PVD, puis le groupe de 26 PD afin de voir l'effet séparé des indicateurs qui représentent le développement bancaire et ceux qui représentent le développement boursier au sein de chaque groupe.

### 4.3. Les estimations économétriques pour les sous échantillons (32 PVD) et (26 PD)

On va suivre les mêmes étapes que celles suivies pour les estimations de l'échantillon [tous pays confondus (58)].

#### 4.3.1. Le groupe de 32 PVD

Ce groupe contient les pays avec un PIB par tête en 1978 < 6000 \$ par an dont la Jordanie et l'Egypte.

##### 4.3.1.1. La régression préliminaire:

On lance la corrélation préliminaire représentée dans le tableau 20.3 qui montre clairement une relation forte positive entre 4 indicateurs de développement financier et le GA. La relation entre la CPIB et GA est faible.

**Tableau 20.3 : Matrice des Corrélations (échantillon de (32 PVD))**

	GA	CPIB	VPIB	TOR	DPIB	PPIB	DPPIB
GA	1	0.025537	0.593534	0.743514	0.511967	0.666951	-0.259546
CPIB	0.025537	1	0.559682	-0.055353	0.454233	0.548132	0.284327
VPIB	0.593534	0.559682	1	0.615297	0.483159	0.663058	-0.129125
TOR	0.743514	-0.055353	0.615297	1	0.389764	0.554413	-0.444704
DPIB	0.511967	0.454233	0.483159	0.389764	1	0.868236	0.243028
PPIB	0.666951	0.548132	0.663058	0.554413	0.868236	1	-0.062025
DPPIB	-0.259546	0.284327	-0.129125	-0.444704	0.243028	-0.062025	1
EPIB	-0.073118	0.376295	0.259395	-0.227451	0.389654	0.266031	0.364348
INF	-0.25216	-0.128897	-0.100261	0.01747	-0.358447	-0.285939	-0.022204
LNGDP	-0.269092	0.330229	0.153163	-0.18826	-0.120031	-0.046679	0.252721
LNS	0.174311	0.317421	0.262435	0.102904	0.253114	0.31795	0.094713
SRPIB	0.744946	0.235946	0.749657	0.749633	0.639155	0.759487	-0.215843
N15_64	0.664841	0.04795	0.423125	0.495064	0.191674	0.411392	-0.186124
LPA	0.605029	-0.264495	0.32795	0.563127	0.006747	0.207631	-0.580411

	EPIB	INF	LNGDP	LNS	SRPIB	N15_64	LPA
GA	-0.073118	-0.25216	-0.269092	0.174311	0.744946	0.664841	0.605029
CPIB	0.376295	-0.128897	0.330229	0.317421	0.235946	0.04795	-0.264495
VPIB	0.259395	-0.100261	0.153163	0.262435	0.749657	0.423125	0.32795
TOR	-0.227451	0.01747	-0.18826	0.102904	0.749633	0.495064	0.563127
DPIB	0.389654	-0.358447	-0.120031	0.253114	0.639155	0.191674	0.006747
PPIB	0.266031	-0.285939	-0.046679	0.31795	0.759487	0.411392	0.207631
DPPIB	0.364348	-0.022204	0.252721	0.094713	-0.215843	-0.186124	-0.580411
EPIB	1	-0.378477	-0.029744	0.004054	0.227418	-0.254086	-0.196138
INF	-0.378477	1	0.300303	0.103949	-0.124727	0.071288	0.097257
LNGDP	-0.029744	0.300303	1	0.625012	-0.057087	0.380559	-0.253088
LNS	0.004054	0.103949	0.625012	1	0.353487	0.655544	-0.135641
SRPIB	0.227418	-0.124727	-0.057087	0.353487	1	0.531624	0.365596
N15_64	-0.254086	0.071288	0.380559	0.655544	0.531624	1	0.323025
LPA	-0.196138	0.097257	-0.253088	-0.135641	0.365596	0.323025	1

#### 4.3.1.2. L'équation standard et les résultats

Notre équation standard sera la même que celle de l'échantillon (58 pays) mais on va ajouter le ratio DPPIB qui est fortement corrélé avec le GA, au contraire de son cas dans l'échantillon de base (58 pays) où on l'a éliminé des variables standard car il est faiblement corrélé avec GA. Puis on va procéder à 5 ajustements en introduisant chaque fois un indicateur financier parmi les 5 variables financières [Voir Tableau 22.3].

**Tableau 21.3 :L'équation Standard de l'échantillon de 32 PVD**

Variable dépendante: GA

<b>DPPIB</b>	0.061329 [1.910908] (0.0705)
<b>SRPIB</b>	0.143355 [3.566635] (0.0019)
<b>LNGDP</b>	-0.462521 [-1.750451] (0.0954)
<b>LNS</b>	1.065743 [1.979996] (0.0616)
<b>INF</b>	-0.002748 [-3.834807] (0.001)
<b>LPA</b>	0.21088 [5.198547] (0.0000)
<b>Constante</b>	-22.51503 [-5.037435] (0.0001)
R <sup>2</sup>	0.78
R <sup>2</sup> adjusted	0.714455
Akaike	3.198957
Durbin-Watson	1.793007
Nombre d'observations	27

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des  $t$  de Student corrigés de l'hétéroscédasticité.

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Le tableau suivant résume les résultats obtenus pour les 5 régressions de GA sur chaque variable financière. Il exprime l'influence de la valeur moyenne des 5 indicateurs de développement financier sur le taux de croissance annuel moyen du PIB par tête (GA) pour 32 PVD pour la période 1978-2000.

**Tableau 22.3 : L'effet de développement financier sur le taux de croissance économique (32 PVD)**

Variable Dépendante: GA

<b>CPIB</b>	0.006 [1.16] (0.26)				
<b>VPIP</b>		0.06 [3.22] (0.005)			
<b>TOR</b>			0.024 [4.31] (0.0004)		
<b>DPIP</b>				0.031 [2.04] (0.056)	
<b>PPIB</b>					0.043 [3.45] (0.003)
<b>DPPIB</b>	0.062 [1.87] (0.077)	0.062 [1.88] (0.076)	0.076 [2.35] (0.030)	0.047 [1.33] (0.20)	0.047 [1.71] (0.10)
<b>LNGDP</b>	-0.44 [-1.55] (0.14)	-0.55 [-1.89] (0.073)	-0.44 [-1.69] (0.11)	-0.43 [-1.50] (0.15)	-0.46 [-1.67] (0.11)
<b>LNS</b>	1.056 [1.90] (0.072)	1.20 [2.08] (0.052)	1.18 [2.25] (0.037)	0.97 [1.54] (0.14)	0.91 [1.56] (0.14)
<b>INF</b>	-0.003[-3.48] (0.001)	-0.003[-3.55] (0.002)	-0.003[-5.52] (0.000)	-0.002[-2.38] (0.028)	-0.002[-2.42] (0.026)
<b>LPA</b>	0.21 [4.73] (0.000)	0.21 [5.15] (0.000)	0.18 [4.74] (0.000)	0.20 [4.54] (0.000)	0.20 [5.28] (0.000)
<b>RES_SRPIB*</b>	0.15 [3.23] (0.004)	0.11 [1.92] (0.07)	0.06 [1.53] (0.14)	0.13 [3.15] (0.005)	0.10 [2.26] (0.036)
<b>Constante</b>	-19.62 [-4.0] (0.001)	-19.70[-4.14] (0.001)	-18.87[-4.25] (0.000)	-19.55[-3.80] (0.001)	-18.72[-4.47] (0.000)
R <sup>2</sup>	0.78	0.78	0.82	0.78	0.80
R <sup>2</sup> adjusted	0.700491	0.705244	0.751914	0.704132	0.725563
Akaike	3.269482	3.253485	3.081113	3.257251	3.182060
Durbin-Watson	1.739566	1.792542	1.588780	1.911431	2.080079
Nombre d'observations	27	27	27	27	27

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des t de Student corrigés de l'hétéroscédasticité

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

**\*La part non corrélée de SRPIB avec la variable financière**

Les résultats montrent clairement une relation positive forte entre 4 indicateurs de développement financier et le taux de croissance de PIB par tête à moyen et à long terme. Les régressions confirment le résultat obtenu dans la corrélation préliminaire en ce qui concerne la faible corrélation entre CPIB et GA. Celle-ci n'est pas significative comme nous le montre le tableau 22.3.

Lorsqu'on introduit la CPIB avec la VPIB dans la même régression, le coefficient de VPIB a changé, et on a perdu la significativité [Tableau 23.3]. En même temps, le coefficient de CPIB a pris une valeur négative, ce qui nous conduit à conclure que l'effet de prix gouverne la relation entre VPIB et la croissance. Ce résultat confirme le résultat obtenu par Levine & Zervos (1998) qui ont considéré la CPIB comme un mauvais prédicteur de la croissance.

**Tableau 23.3 : L'introduction de CPIB et VPIB ensemble dans la même régression pour détecter l'effet de prix (échantillon de 32 PVD)**

Dependent Variable: GA

<b>CPIB</b>	-0.004819 [-0.454868] (0.6546)
<b>VPIB</b>	0.040341 [1.323728] (0.2022)
<b>DPPIB</b>	0.066336 [1.919236] (0.0710)
<b>RES_SRCPIB</b>	0.093659 [1.546663] (0.1393)
<b>LNGDP</b>	-0.569310 [-1.962438] (0.0654)
<b>LNS</b>	1.319387 [2.307124] (0.0331)
<b>INF</b>	-0.002713 [-3.776064] (0.0014)
<b>LPA</b>	0.188462 [3.868860] (0.0011)
<b>Constante</b>	-18.14552 [-3.351101] (0.0036)
R <sup>2</sup>	0.794
R <sup>2</sup> adjusted	0.701806
Akaike	3.285090
Durbin-Watson	1.552494
Nombre d'observations	27

Entre [ ] la valeur des  $t$  de Student corrigés de l'hétéroscédasticité.

Probabilités entre ( )

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Après l'élimination de CPIB et VPIB, il reste un seul indicateur qui représente bien le secteur boursier (TOR) qui est corrélé significativement fort avec GA. Par contre, on peut remarquer que les indicateurs représentant le développement bancaire (PPIB et DPPIB) au sein de ce groupe de PVD ont des coefficients plus élevés que celui du développement boursier (TOR). Il en découle que la croissance de PIB par tête, pour la période due au changement financier bancaire, sera plus grande que celle due à la Bourse.

Enfin, il faut mentionner que les coefficients associés aux variables financières -surtout celles qui mesurent l'activité (TOR et PPIB)- sont supérieurs au niveau de «significativité» et de valeurs que ceux de l'échantillon tous pays confondus (58 pays). Ils montrent le rôle important joué par les composants du système financier dans le développement économique des PVD.

### 4.3.2. Le groupe de 26 PD

Ce groupe comprend les pays avec un PIB par tête en 1978  $\geq$  6000 \$ par an.

#### 4.3.2.1. La régression préliminaire

On lance la corrélation préliminaire représentée dans le tableau 24.3

**Tableau 24.3 : Matrice des Corrélations (échantillon de (26 PD))**

	GA	CPIB	VPIB	TOR	DPIB	PPIB	DPPIB
GA	1	0.38542	-0.170673	-0.173526	0.496316	0.212676	0.298561
CPIB	0.38542	1	0.347551	0.056308	0.794929	0.520574	-0.032893
VPIB	-0.170673	0.347551	1	0.871905	0.070085	0.588375	-0.297087
TOR	-0.173526	0.056308	0.871905	1	-0.031688	0.591135	-0.320919
DPIB	0.496316	0.794929	0.070085	-0.031688	1	0.651679	0.115688
PPIB	0.212676	0.520574	0.588375	0.591135	0.651679	1	-0.076652
DPPIB	0.298561	-0.032893	-0.297087	-0.320919	0.115688	-0.076652	1
EPIB	0.542855	0.606157	-0.202424	-0.341793	0.657408	0.148352	0.503826
INF	-0.360055	-0.221889	-0.180794	-0.085416	-0.26379	-0.386799	-0.437221
LNGDP	0.039322	0.385699	0.48034	0.481033	0.345963	0.567486	0.071144
LNS	0.020226	-0.134839	0.170682	0.131157	-0.348349	-0.03738	0.419519
SRPIB	0.401469	0.452044	0.170613	0.191992	0.724405	0.645768	0.033979
N15_64	0.016291	0.316429	0.244517	0.212222	0.480798	0.600657	0.023332
LPA	-0.125293	0.329611	0.2494	0.187345	0.39969	0.397434	-0.157621

	EPIB	INF	LNGDP	LNS	SRPIB	N15_64	LPA
GA	0.542855	-0.360055	0.039322	0.020226	0.401469	0.016291	-0.125293
CPIB	0.606157	-0.221889	0.385699	-0.134839	0.452044	0.316429	0.329611
VPIB	-0.202424	-0.180794	0.48034	0.170682	0.170613	0.244517	0.2494
TOR	-0.341793	-0.085416	0.481033	0.131157	0.191992	0.212222	0.187345
DPIB	0.657408	-0.26379	0.345963	-0.348349	0.724405	0.480798	0.39969
PPIB	0.148352	-0.386799	0.567486	-0.03738	0.645768	0.600657	0.397434
DPPIB	0.503826	-0.437221	0.071144	0.419519	0.033979	0.023332	-0.157621
EPIB	1	-0.254046	0.101859	0.013576	0.384136	0.084839	0.00586
INF	-0.254046	1	-0.409606	-0.517032	-0.241368	-0.524045	-0.006461
LNGDP	0.101859	-0.409606	1	0.407255	0.450509	0.611305	0.604772
LNS	0.013576	-0.517032	0.407255	1	-0.195804	0.118011	-0.148765
SRPIB	0.384136	-0.241368	0.450509	-0.195804	1	0.539565	0.496892
N15_64	0.084839	-0.524045	0.611305	0.118011	0.539565	1	0.422034
LPA	0.00586	-0.006461	0.604772	-0.148765	0.496892	0.422034	1

#### 4.3.2.2. L'équation standard et les résultats

Notre équation standard sera la même que celle de l'échantillon (58 pays). On va procéder à 5 régressions en introduisant chaque fois un indicateur financier parmi les 5 variables financières [Voir Tableau 26.3].

**Tableau 25.3 : L'équation Standard de l'échantillon de 26 PD**

Variable Dépendante: GA

<b>LNGDP</b>	-0.420996 [-0.802904] (0.4315)
<b>LNS</b>	-0.387568 [-0.300041] (0.7672)
<b>INF</b>	-0.003808 [-2.536886] (0.0196)
<b>LPA</b>	-0.052051 [-0.744736] (0.4651)
<b>SRPIB</b>	0.114148 [3.968657] (0.0008)
<b>Constante</b>	10.15293 [1.370512] (0.1857)
R <sup>2</sup>	0.608
R <sup>2</sup> adjusted	0.509666
Akaike	2.408293
Durbin-Watson	2.165307
Nombre d'observations	26

Entre [ ] la valeur des  $t$  de Student corrigés de l'hétéroscédasticité.

Probabilités entre ( )

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Le tableau suivant résume les résultats obtenus pour les 5 régressions de GA sur chaque variable financière. Il exprime l'influence de la valeur moyenne des indicateurs de développement financier sur le taux de croissance annuel moyen du PIB par tête (GA) pour 26 PD durant la période 1978-2000.

**Tableau 26. 3 : L'effet de développement financier sur le taux de croissance économique (26 PD)**

Variable Dépendante: GA

<b>CPIB</b>	0.014 [3.81] (0.001)				
<b>VPIP</b>		0.007 [0.92] (0.37)			
<b>TOR</b>			-0.003[-0.46] (0.64)		
<b>DPIB</b>				0.012 [3.26] (0.004)	
<b>PPIB</b>					0.009 [1.13] (0.27)
<b>LNGDP</b>	-0.64 [-1.39] (0.18)	-0.36 [-0.76] (0.45)	-0.14 [-0.34] (0.74)	-0.59 [-1.24] (0.23)	-0.18 [-0.35] (0.73)
<b>LNS</b>	0.20 [0.19] (0.85)	-0.50 [-0.38] (0.71)	-0.64 [-0.51] (0.62)	0.71 [0.46] (0.65)	-0.79 [-0.56] (0.58)
<b>INF</b>	-0.003[-1.99] (0.061)	-0.004[-2.39] (0.027)	-0.004[-2.19] (0.041)	-0.003[-1.29] (0.21)	-0.004[-2.29] (0.034)
<b>LPA</b>	-0.045[-0.70] (0.49)	-0.05 [-0.71] (0.49)	-0.06 [-0.91] (0.38)	-0.055[-0.78] (0.45)	-0.06 [-0.83] (0.41)
<b>RES_SRPIB*</b>	0.10 [3.73] (0.001)	0.12 [3.74] (0.001)	0.12 [3.75] (0.001)	0.11 [3.10] (0.006)	0.12 [4.39] (0.000)
<b>Constante</b>	10.84 [1.54] (0.14)	12.53 [1.64] (0.12)	12.54 [1.62] (0.12)	8.78 [1.14] (0.27)	12.48 [1.62] (0.12)
R <sup>2</sup>	0.64	0.61	0.63	0.64	0.62
R <sup>2</sup> adjusted	0.524646	0.489919	0.508686	0.531269	0.497846
Akaike	2.402895	2.473404	2.435918	2.388865	2.457743
Durbin-Watson	2.186257	2.129637	2.073863	2.109719	2.140589
Nombre d'observation	26	26	26	26	26

Entre [ ] la valeur des t de Student corrigés de l'hétéroscédasticité.

Probabilités entre ( )

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

**\*La part non corrélée de SRPIB avec la variable financière**

Les résultats obtenus concernant le groupe de PD riches montrent en général une relation faible non significative entre les indicateurs de développement financier et le taux de croissance moyen du PIB réel par tête. Il faut mentionner que seuls les indicateurs de taille (CPIB et DPIB) sont corrélés significativement avec le GA. Les coefficients associés aux indicateurs de l'activité ne sont pas significatifs. En ce qui concerne la relation entre le PIB par tête initial (LNGDP) et le taux de croissance moyen de PIB réel par tête à long terme (GA), les résultats montrent une relation négative mais non significative. En effet, en raison de la loi des rendements marginaux décroissants,

même si les PD continuent à augmenter leur stock de capital par travailleur, les gains de productivité vont tendre vers zéro. Ainsi, pour un même effort d'investissement de la part des PVD et des PD, les PD ayant un stock de capital par travailleur plus élevé connaîtront des gains de productivité moins importants que les PVD.

La relation existant entre développement financier et développement économique dans les PD n'est ni évidente, ni claire contrairement à celle qui a été montrée dans le cas des PVD. Il faut souligner l'étude menée sur 56 pays par Jung en (1986) sur le problème de causalité. Il a trouvé que tandis que les PVD se caractérisent par une causalité uni direction (développement financier → développement économique), les PD sont caractérisé par une causalité inverse (développement économique → développement financier).

« Less developed countries are characterized by a causal direction running from financial development to economic development, while developed countries are often characterized by a reverse causal direction ». Jung (1986)

#### 4.4. Remarques et commentaires

- Les 2 indicateurs de la taille du système financier (CPIB DPIB) ne sont pas des bons prédicteurs du développement économique. C'est vrai que l'approche fonctionnelle de Levine (1997) montre que la 1<sup>ère</sup> fonction d'un système financier est la mobilisation de l'épargne bien que cette mobilisation de ressources n'entraîne pas forcément une croissance économique. On pense qu'un système financier efficace est celui qui réussit à mobiliser l'épargne et en même temps réussit à la transformer en investissement productif augmentant l'accumulation du capital et conduisant à la croissance économique. Le fait qu'un système financier réussisse à mobiliser l'épargne sans être capable de transformer cette épargne en investissement productif n'a aucune influence réelle sur la croissance économique. Par exemple, si nous sommes d'accord avec le fait qu'un faible niveau de dépôt bancaire engendre un faible niveau d'investissement, en revanche le contraire n'est pas toujours vrai. C'est-à-dire un bon niveau de dépôt bancaire n'engendre pas toujours un bon niveau d'investissement. Cela peut être dû à :

1) une politique de répression financière qui, par exemple, a pour objectif de financer les dettes de l'Etat ou d'orienter le crédit vers un secteur précis. On a vu comment une telle politique a un effet négatif sur l'efficacité du système financier, affectant ainsi l'investissement et réduisant par conséquent la croissance économique.

2) un problème de la structure financière comme par exemple en Egypte où le secteur bancaire est dominé par 4 banques publiques.

Par ailleurs, l'étude a montré une corrélation positive entre le ratio de la capitalisation et le taux de croissance du PIB mais cette association s'est affaiblie lorsqu'on a contrôlé la liquidité du marché des actions. Nous en avons été amenés à conclure que ce n'est pas la capitalisation de marché qui influence la performance économique mais la possibilité d'échanger ces titres en liberté avec un coût de transaction bas. Ce résultat confirme le résultat obtenu par Levine & Zervos (1998) qui ont utilisé les valeurs initiales des indicateurs du développement financier de l'an 1976.

- Les résultats obtenus par le calcul ci-dessus nous montrent qu'un système financier basé sur les banques sera plus efficace qu'un système basé sur les marchés pour les PVD comme dans le cas de la Jordanie, l'Egypte et le Liban. Ce résultat confirme l'analyse

théorique de Boot & Thakor (1997) qui conclut qu'un système bancaire sera plus efficace dans les PVD 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.

- Les banques occupent déjà une place plus importante que les marchés financiers dans le financement des projets au sein des PVD. Le développement du secteur bancaire se fait au détriment du développement des Bourses dans la plupart de ces pays. Dans le temps où les PD développaient progressivement leurs marchés financiers parallèlement à leur développement bancaire, plusieurs PVD ont échoué à développer leurs bourses. Le tableau 27.3 ci-dessous nous fournit des précisions :

Tandis que le Danemark a réussi à augmenter progressivement son ratio de Turnover de 1,25% en 1978 pour atteindre 85,5% en 2000, la Jordanie n'a pas réussi à augmenter son ratio initial de 1979 (4,8%) qui était pourtant 4 fois plus élevé que celui du Danemark [tableau ci-dessous]. Le ratio du Turnover de la Jordanie, 23 ans plus tard atteint seulement 7,7%. Pire encore, l'Uruguay qui avait un ratio de turnover de 8,6% en 1981, n'a pas réussi à l'améliorer mais au contraire, ce ratio a bien diminué pour tomber à 1,1% 20 ans plus tard.

Des 32 PVD de notre échantillon, seuls les pays du Sud-Est Asiatique ont réussi à augmenter considérablement leurs ratios de turnover (Corée du Sud, Malaisie, Thaïlande, Indonésie et Inde). Par exemple, la Corée du Sud a augmenté ce ratio de 65% en 1978 et il est monté à 376% en 2000. Au total, ces pays ont augmenté le ratio de turnover en moyenne sur les 23 ans de l'ordre de 106%. Ce ratio était en moyenne de 44% pour les 5 pays en 1978 et de 162% en 2000. Leur taux moyen sur la période 1978-2000 est de 65%, ce qui est un taux supérieur au ratio moyen de tous les pays de l'échantillon : 37%. Ces pays asiatiques sont des pays émergents. Ils ont connu dans les années 1980 et 1990 une croissance forte avec des besoins de financement que le secteur bancaire ne pouvait pas remplir seul. Ces pays ont ouvert leurs marchés financiers aux investisseurs étrangers afin d'attirer les capitaux nécessaires mais cette ouverture -qui était sans règlement clair- a eu des conséquences dramatiques manifestées par une crise financière et économique grave en 1997. Nous ne sommes pas en mesure d'analyser la crise asiatique mais la leçon à tirer de cette crise est qu'il ne faut pas développer les marchés financiers au détriment du secteur bancaire. Il faut prendre en considération la structure du système financier avant de libéraliser les systèmes financiers.

L'ouverture du marché financier à l'extérieur ne doit pas être réalisée avant la mise en place de règlements prudents afin d'empêcher la fuite rapide des capitaux et afin de protéger les investisseurs et les entreprises listées dans les bourses de la spéculation. Chaque pays en voie de développement est tenu de mettre en place les réglementations nécessaires au renforcement de son système financier avant de le libéraliser.<sup>32</sup>

En résumé on peut conclure qu'il y a une partie des PVD qui ont réussi à développer leur secteur boursier pour répondre aux besoins de leurs économies, tels certains pays asiatiques.

- En ce qui concerne l'Égypte et la Jordanie, les résultats montrent que :

Le système financier égyptien -composé de ses deux volets (le secteur bancaire et la Bourse) n'a pas réussi à atteindre les niveaux moyens de développement financier de l'échantillon. Par contre, la Jordanie a un secteur bancaire plus performant que le secteur bancaire égyptien qui remplit bien sa fonction de financeur des investissements privés productifs. Mais si la Jordanie a réussi à développer son secteur bancaire tout au long de ces 23 années, elle n'a pas réussi à développer la performance de sa Bourse. En général, on peut dire, malgré la tendance positive montrée par ces 2 pays à développer leurs Bourses en particulier dans les 10 dernières années et manifestée par des réformes financières menées à partir de 1991, que ces Bourses restent peu performantes et peu liquides. Le Liban n'échappe pas à ce scénario. Il faut dire que si le Liban possède un système bancaire sophistiqué -représenté par un ratio moyen de PPIB pendant la période 1995-2002 égal à 217%-, il y a, comme on l'a vu dans le 2<sup>ème</sup> chapitre de cette thèse, une tendance négative dans l'évolution de son secteur bancaire mesuré par le crédit qu'il accorde au secteur privé par rapport au crédit total [Voir graphique 11.2 / conclusion ch.2].

---

<sup>32</sup> Pour une analyse claire de la crise asiatique, voir Mullineux A (1997) "Lessons from the Financial Crisis in the Pacific and S.E Asia", 1st Draft, University of Birmingham, 22 Nov 1997.

**Tableau 27.3 : l'évolution de PPIB et de TOR dans certains PD et PVD**

Pays	Année	PPIB	TOR
Danemark	1978	39.05495	1.2459
Danemark	1979	37.13964	1.21344
Danemark	1980	36.57366	1.08002
Danemark	1997	30.93567	56.52549
Danemark	1998	33.0807	73.03596
Danemark	1999	34.285	60.85039
Danemark	2000	84.61178	85.45622
Espagne	1978	72.96773	3.86006
Espagne	1979	71.44002	5.22447
Espagne	1980	69.66814	5.68099
Espagne	1997	74.83548	169.4513
Espagne	1998	80.79031	201.6104
Espagne	1999	86.62297	178.0684
Espagne	2000	93.11283	209.6063
France	1978	56.4185	26.07037
France	1979	68.19622	19.23667
France	1980	69.28937	18.21551
France	1997	82.01401	63.42567
France	1998	NA	70.91051
France	1999	NA	63.82276
France	2000	82.24362	73.65872
Italie	1978	60.58998	24.67769
Italie	1979	56.00351	31.51083
Italie	1980	52.70727	45.1084
Italie	1997	55.01058	65.56187
Italie	1998	56.66058	101.0386
Italie	1999	64.07247	80.83833
Italie	2000	72.30297	103.4039

Pays	Année	PPIB	TOR
Egypte	1978	17.29947	NA
Egypte	1979	16.92164	NA
Egypte	1980	15.87697	NA
Egypte	1981	18.87192	5.55396
Egypte	1997	36.89087	33.43762
Egypte	1998	41.7729	22.19119
Egypte	1999	47.79264	31.61048
Egypte	2000	49.55682	34.67522
Jordanie	1978	30.58144	NA
Jordanie	1979	36.99678	4.79371
Jordanie	1980	42.26097	8.74325
Jordanie	1997	66.55619	10.09733
Jordanie	1998	65.20044	11.60335
Jordanie	1999	67.65567	9.44695
Jordanie	2000	68.89618	7.75685
Chili	1978	16.47018	NA
Chili	1979	20.92627	3.56913
Chili	1980	30.75288	6.8462
Chili	1997	51.07425	10.46396

Chili	1998	53.64687	7.22336
Chili	1999	57.09198	11.42253
Chili	2000	57.87469	9.32705
Uruguay	1978	21.30163	NA
Uruguay	1979	23.05143	NA
Uruguay	1980	29.05169	NA
Uruguay	1981	34.08523	8.55418
Uruguay	1997	25.20787	1.24952
Uruguay	1998	35.30196	1.89525
Uruguay	1999	47.60447	1.05628
Uruguay	2000	50.00262	NA

### **Conclusion du Chapitre 3**

Nos résultats empiriques confirment le rôle positif joué par les deux composantes du système financier comme facteurs endogènes, déterminants de la croissance économique à long terme. Sur notre échantillon de 58 pays, les 5 indicateurs de développement financier se corrèlent positivement avec le taux de croissance annuel moyen du PIB par tête à long terme.

Par ailleurs, ils prouvent que le ratio de la capitalisation boursière par rapport au PIB (CPIB) et le ratio de Value Traded (VPIB) ne sont pas de bons indicateurs pour représenter le développement boursier à cause de l'effet des prix sur ces 2 mesures de développement financier. Par contre, nos résultats montrent que le ratio de Turnover est le meilleur pour représenter le développement boursier.

Les statistiques et les corrélations préliminaires montrent un grand fossé entre les indicateurs de développement financiers des PVD et ceux des PD. En général, les pays qui ont un niveau de développement financier avancé ont un niveau économique plus élevé que ceux qui n'y sont pas encore parvenus. Par ailleurs, il y a plusieurs différences concernant la structure du système financier au sein d'un même groupe de pays qui se caractérisent par le même niveau de développement économique. Dans les PVD, les bourses jouent un rôle moins important que les banques dans le financement des projets économiques. Dans la plupart de ces pays le développement du secteur bancaire se fait au détriment du développement des Bourses.

Nos calculs basés sur les coefficients estimés de l'effet des indicateurs financiers sur la croissance à long terme concernant la Jordanie et l'Égypte montrent que le système financier basé sur les banques dans ces pays, contribue plus à la croissance économique de long terme que le système basé sur les bourses. Cette conclusion est essentiellement confirmée par les résultats empiriques obtenus par le biais des régressions concernant le sous-échantillon du groupe de 32 PVD.

Nos résultats montrent que les coefficients estimés des indicateurs financiers qui représentent la taille du système financier (bancaire ou boursier) sont moins significatifs que ceux qui représentent l'activité du système financier. Ce résultat confirme que c'est l'augmentation des échanges et la diminution du coût de transaction pour l'allocation de ressources dans les

investissements productifs qui favorise la croissance économique. Ce n'est pas la taille de marché qui influence la performance économique.

## Conclusion générale

Au terme de cette étude, nous constatons que nos 3 pays : l’Egypte, la Jordanie et le Liban, ont appliqué à partir des années 1990, la politique de libéralisation financière dans le cadre du PAS et du Programme de Reconstruction et Développement Libanais ; 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 au sein des 3 pays étudiés 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 3 pays étudiés 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’Egypte, la Jordanie et le Liban, 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'informations.

Les réformes financières menées dans le cadre de la libéralisation financière Egypte, en Jordanie et au Liban 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 boursier et bancaire en Egypte et en Jordanie dans les années 1990. En revanche, le cas libanais a montré une tendance négative dans l'évolution de son secteur bancaire et de sa Bourse. Bien que la Jordanie et l'Egypte aient montré une tendance positive dans le développement de leur secteur bancaire, celui-ci est toujours dominé par 3 ou 4 banques qui possèdent plus de 60% des actifs bancaires. En même temps, les statistiques montrent que l'Egypte, la Jordanie et le Liban n'ont pas réussi à atteindre les niveaux moyens de développement boursier de l'échantillon étudié (58 pays). Leurs bourses restent peu performantes et peu liquides. En revanche, la Jordanie possède un secteur bancaire plus performant comparativement au secteur bancaire égyptien et à l'échantillon étudié caractérisé par un ratio moyen de crédit accordé au secteur privé qui dépasse la moyenne de l'échantillon (58 pays).

Les réformes financières dans ces pays n'ont pas réussi à développer de manière satisfaisante les marchés financiers. Ces réformes ont accordé une place plus importante au développement du secteur bancaire qu'au développement de leurs bourses, ce qui peut être imputable à la structure du système financier basé sur les banques au sein de ces 3 pays. En effet, l'application de la libéralisation financière dans ces pays 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 ces 3 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’Egypte, la Jordanie et le Liban contribue davantage à la croissance économique à long terme qu’un système basé sur les marchés financiers – à la différence des coefficients des indicateurs financiers du sous-échantillon des 26 PD- où les résultats sont peu significatifs.

Enfin, nos résultats ont confirmé les résultats obtenus par plusieurs économistes, selon lesquels les ratios de CPIB et VPIB ne sont pas toujours des mesures fiables pour représenter le développement des marchés financiers à cause des effets de prix. Parallèlement, nos résultats montrent que les indicateurs financiers qui mesurent la taille du secteur financier ne contribuent pas à la croissance économique sans une augmentation des échanges et une diminution du coût de transaction. C’est l’échange sur le marché qui favorise la performance économique.

## Annexes

### Annexe. 1. Les composantes de la croissance économique

Pour mieux comprendre comment le système financier peut agir positivement sur la croissance économique représentée par la variation de PIB par tête, il vaut mieux rappeler les principes de la théorie et de la comptabilité de la croissance à long terme. Le PIB réel connaît des fluctuations au cours du cycle. On peut remarquer une certaine constance dans son évolution à long terme. Cette croissance tendancielle soutenue assure l'amélioration à long terme du niveau de vie et du bien-être économique d'un pays.

#### 1- Les déterminants de la croissance économique<sup>33</sup>

En effet, la théorie de la croissance explique le PIB potentiel de long terme qui est exprimé par la fonction de production:  $Y = F(K,L)$

où Y (PIB) représente la valeur de la production finale de biens et services au cours d'une année sur le territoire d'un pays. Y dépend de :

- (K) représente le stock de capital physique (incluant les ressources naturelles).
- (L) le nombre de travailleurs ou heures consacrées au travail.

Pour la fonction Cobb-Douglas  $Y = A K^\alpha L^{1-\alpha}$ , la forme fonctionnelle ne change pas pour la plupart des cas. Ainsi, si  $\alpha = 1/2$  on a (y) qui est donné par la racine carrée de k.

Alors par cette fonction, on peut tirer facilement les facteurs (sources) de la croissance qui sont:

- 1-  $\Delta K = (I)$ , l'investissement en capital physique (usines, machines et équipement).

#### **Rappel:**

$Y = C + I$  (production = Demande) on suppose ici que  $(X - M) = 0$

La fonction de consommation la plus simple peut être exprimée

$$C = c Y$$

La consommation = (propension marginale à consommer 'c' fois le revenu)

peut s'écrire en terme de propension marginale à l'épargne puisque  $c + s = 1$ :

---

<sup>33</sup> La croissance économique à Long terme (HEC Montréal, Ecole des Hautes Etudes Commerciales) <http://zonecours.hec.ca>

$$C = (1 - s) Y$$

$$\Rightarrow Y = (1 - s) Y + I \Rightarrow I = sY$$

- 2- Le développement du capital humain (formation, éducation, recherche et perfectionnement).
- 3- Le progrès technique, c'est-à-dire la découverte de nouvelles techniques de production.

Si on veut exprimer la fonction de Cobb-Douglas en taux de croissance, on obtient :

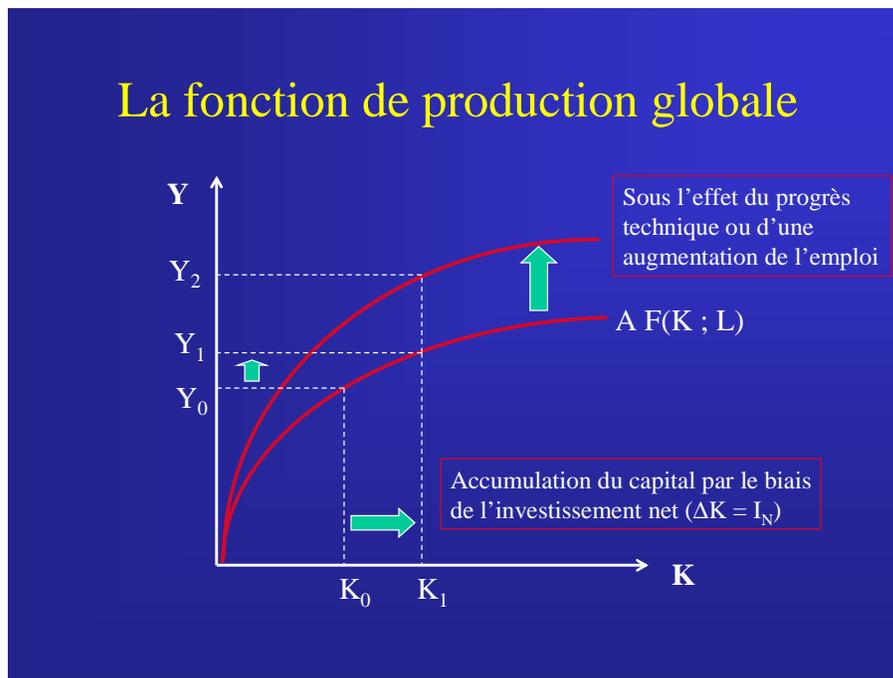
$$\Delta Y/Y = \alpha \Delta K/K + (1 - \alpha) \Delta L/L + \Delta A/A$$

où  $\alpha$  est la part moyenne de la valeur nominale ajoutée attribuable aux services du capital.

$(1 - \alpha)$  est la part ajoutée attribuable aux services de la main-d'œuvre.  $\alpha$  est estimée à 1/3.

La fonction de production soumise à la loi des rendements marginaux décroissants.

**Figure 1**



Source: La croissance économique à Long terme (Ecole des Hautes Etudes Commerciales, Montréal)

Si on divise la fonction de production par  $L$  pour obtenir une fonction de production écrite sous forme intensive:

$$y = A f(k) \text{ où}$$

$y$  est la production par tête ou la productivité du travail =  $Y/L$  dépend de  $k$ .

$k = K/L$  est le stock de capital par tête ou par employé ou par heure travaillée.

La fonction de productivité est soumise elle aussi à la loi des rendements marginaux décroissants.

Figure 2

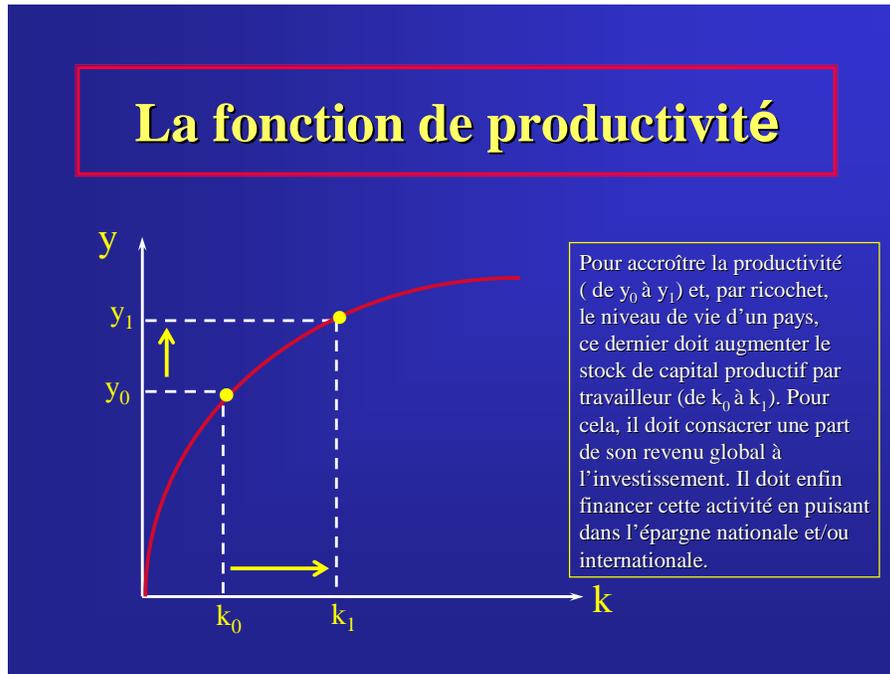
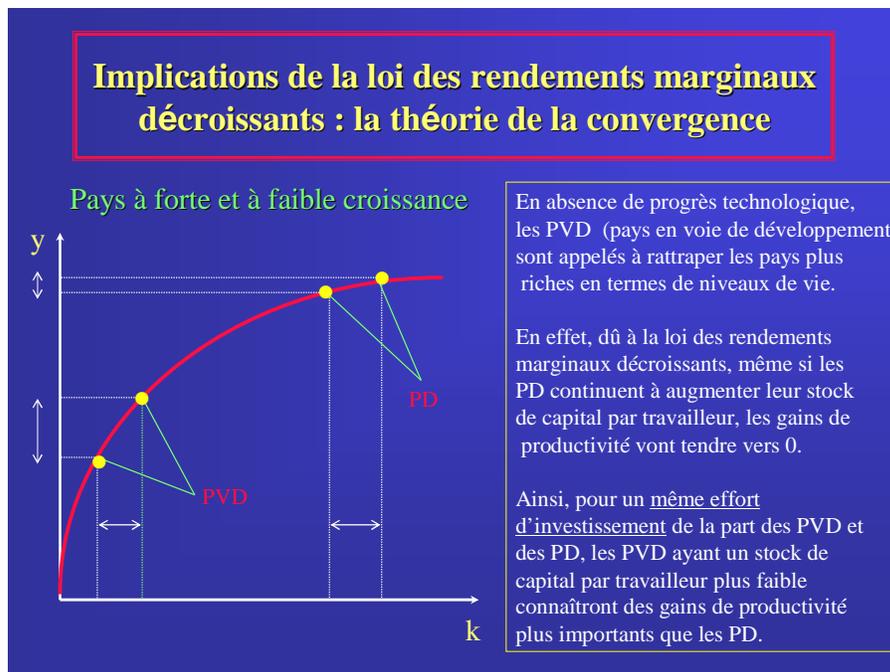


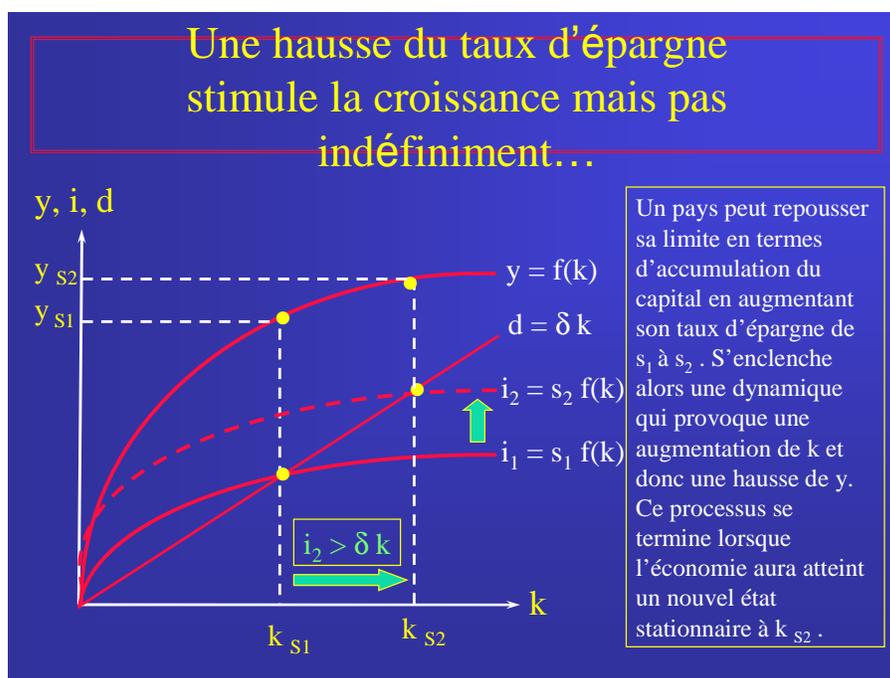
Figure 3



La figure ci-dessus nous montre une relation négative entre le niveau du PIB réel par tête et le taux de croissance du PIB réel par tête. C'est le principe de la convergence.

Il faut indiquer qu'il y a une croissance du PIB par tête ( $y$ ) tant qu'il y a une accumulation du capital par habitant, elle-même conditionnée par l'investissement par habitant ( $i$ ), supérieur à la dépréciation du capital existant ( $d = \delta k$ ), ce qui limite l'accumulation du capital à un niveau qui correspond à l'état stationnaire. Mais un pays peut repousser sa limite en termes d'accumulation du capital en augmentant son taux d'épargne [Figure 4].

**Figure 4**

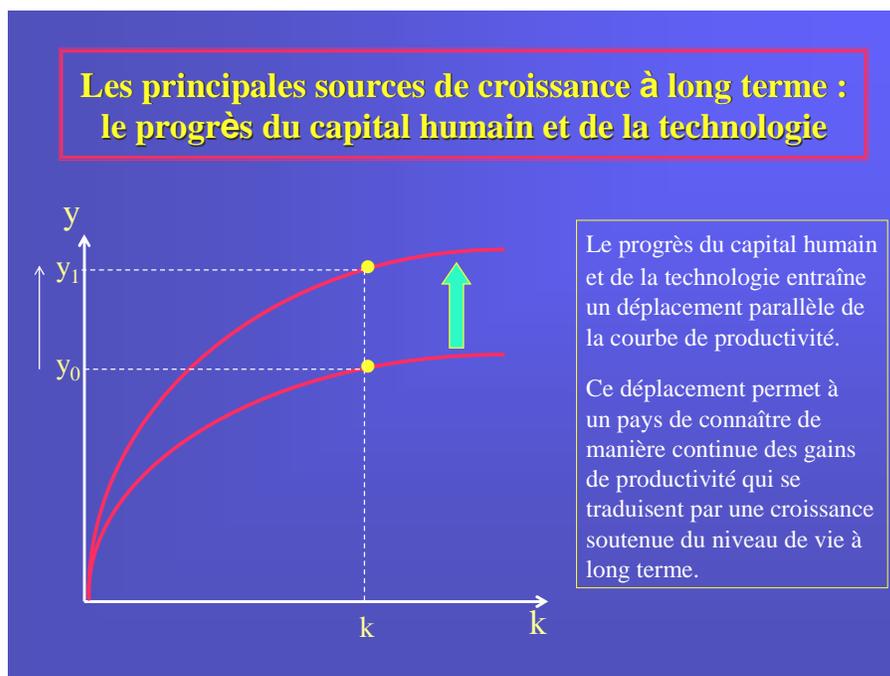


Mais le problème repose sur cette question: jusqu'à quand les autorités pourront elles convaincre les peuples à renoncer à la consommation présente pour épargner? Actuellement, il y a un niveau minimum de consommation présente que même un taux d'intérêt réel très élevé ne peut le diminuer. On arrive à un point où une hausse du taux d'intérêt ne stimule plus l'épargne.

Un pays qui veut assurer une croissance soutenue à long terme doit concentrer ses efforts sur les 2 autres facteurs de la croissance (le capital humain et le progrès technique). A cet égard il faut mentionner que, contrairement au capital physique, les 2 autres facteurs ne sont pas

soumis à la loi des rendements décroissants car il n'y a pas de limite à l'augmentation des compétences et au progrès technologique comme nous le montre la [Figure 5].

**Figure 5**



## 2- Les autres déterminants (sources) de taux de croissance du PIB

1) Le ratio de la population active qui occupe un emploi (1 - taux de chômage) et le pourcentage de la population qui a entre 15 et 64 ans :

$$Y = Y \quad (1)$$

En multipliant et en divisant par L on obtient :

$$Y = L (Y/L) \quad (2)$$

On peut exprimer le (Y = PIB) en PIB par tête :

$$Y/N = L/N (y) \quad (3)$$

où

Y/N est le PIB réel par tête (le niveau de vie)

L/N est le pourcentage de la population qui occupe un emploi

y est la productivité moyenne du travail

En multipliant et en divisant l'équation (3) par  $N_{15-64}$  (la population en âge de travailler) on obtient:

$$Y/N = (L/N_{15-64}) (N_{15-64}/N) y \quad (4)$$

où

$L/N_{15-64}$  est le taux d'emploi

$N_{15-64}/N$  est le pourcentage de la population qui a entre 15 ans et 64 ans dans la population totale.

Mais nous savons qu'il y a seulement une partie de la population de + 15 ans qui est active et prête à travailler ou cherche du travail (PA) et que le reste continue des études ou des formations.

En multipliant et en divisant l'équation (4) par PA on obtient:

$$Y/N = (L/PA) (PA/N_{15-64}) (N_{15-64}/N) y \quad (5)$$

où

$L/PA$  est le pourcentage de la population active qui occupe un emploi = (1 – taux de chômage)

$PA/N_{15-64}$  est le pourcentage de la population des 15-64 ans qui est active = taux d'activité.

## 2) La demande extérieure

Dans une économie ouverte  $Y = C+I+ (X-M)$

L'augmentation de l'exportation entraîne une augmentation de la demande sur les biens locaux, ce qui va augmenter la production finale pour satisfaire la demande extérieure et avoir un effet positif sur la croissance économique.

## Annexe 2 : Les variables de l'étude

### Tableau 1

#### Les indicateurs financiers en moyenne sur la période (1978-2000)

pays	code	ident.	YPIB*	DPIB	PIIB	CPIB	VPIB	TOR
Allemagne	1	_DEU	1.677	76,11358	94,93616	23,33224	20,48017	81,32499
Argentine	2	_ARG	0.553	14,09157	16,33975	9,163693	2,611827	32,21133
Australie	3	_AUS	1.9	45,40833	49,91883	48,68637	19,56101	33,82894
Autriche	4	_AUT	2.012	78,64739	82,86141	8,627094	4,211903	39,83805
Barbados	5	_BRB	1.397	43,58041	34,19602	41,80838	0,496984	1,337991
Belgique	6	_BEL	1.916	52,40157	43,45509	33,27157	6,058367	14,88046
Canada	7	_CAN	1.53	46,17198	50,19944	54,38498	23,55732	37,10138
Danemark	8	_DAN	1.601	49,99968	41,04391	27,31548	12,18053	29,77661
Espagne	9	_ESP	2.151	67,31664	75,94328	25,84088	27,65785	58,7382
Etats-Unis	10	_USA	1.885	56,43435	56,79751	73,15924	63,52256	69,2625
Finlande	11	_FIN	2.423	47,31317	61,07378	49,24632	18,41819	31,69323
France	12	_FRA	1.621	63,16885	79,79805	28,83617	15,6648	41,24002
Grèce	13	_GRC	0.958	49,9828	36,24438	20,57735	14,08242	27,17446
Hong Kong	14	_HKG	3.908	259,4938	64,50119	46,39873	74,19387	41,08979
Irlande	15	_IRL	4.305	54,24814	52,81202	56,23074	25,98303	53,85463
Italie	16	_ITA	1.939	59,65103	54,74919	17,62157	10,83573	42,24449
Japon	17	_JAP	2.309	92,37618	102,8006	67,57833	35,13311	49,99288
Luxembourg	18	_LUX	3.739	256,4818	104,7405	198,7458	2,297374	1,439446
New Zealand	19	_NZL	1.081	54,6704	57,04901	46,08983	10,80589	23,96136
Norvège	20	_NOR	2.46	47,88655	49,33391	20,49528	11,83244	48,55812
Pays bas	21	_PAY	1.728	71,25742	74,96925	58,61737	39,18135	49,84123
Portugal	22	_PRT	2.774	89,65514	72,59674	14,71064	5,636688	19,77101
Royaum Unis	23	_RU	1.875	58,98569	80,31488	90,57478	42,97994	40,59201
Singapore	24	_SGP	4.874	68,98957	82,31946	132,4067	52,97151	39,4247
Suède	25	_SUE	1.627	42,57271	41,21271	50,47874	28,90527	39,87295
Suisse	26	_SWI	1.014	106,5275	142,1199	102,2859	124,9346	146,8711
Afrique de Sud	27	_ZAF	-0.308	47,83331	51,10893	127,7683	14,17007	9,757348
Bangladesh	28	_BGD	2.342	24,86573	20,69163	1,913561	0,528251	17,81296
Brésil	29	_BRE	0.828	15,37549	19,35917	16,45559	8,579156	53,05563
Chili	30	_CHI	3.672	27,2619	44,60955	50,52117	4,455134	7,732601
Chine	31	_CHN	7.647	75,86508	87,5769	16,04873	24,62856	183,3435
Colombie	32	_COL	1.1	14,04438	14,57154	7,938871	0,736804	8,854548
Corée Sud	33	_COR	5.459	33,30349	47,19457	25,5888	40,14631	120,9103
Costa Rica	34	_CRI	0.998	27,80038	15,6807	7,135448	0,165934	2,953867
Cote d'Ivoire	35	_CIV	-2.197	18,43037	31,27297	6,033844	0,162081	2,676896
Equateur	36	_ECU	-0.167	16,56068	22,60646	7,875776	0,73949	10,45318
Egypte	37	_EGY	2.733	56,26171	27,00566	10,40091	2,506474	15,69231
Inde	38	_IND	2.975	31,91179	23,13643	16,79039	15,19638	79,7341
Indonésie	39	_INO	3.499	30,07322	31,18518	9,934346	4,134278	27,06399
Jamaïque	40	_JAM	0.124	33,13442	21,16605	22,92041	1,760048	7,86324
Jordanie	41	_JOR	0.303	67,72627	55,50817	54,71465	7,686023	14,35288
Kenya	42	_KEN	0.088	29,0001	21,62741	13,2488	0,515955	3,18526
Malaisie	43	_MAL	3.768	57,5303	63,20426	114,4443	50,47027	31,60365
Malte	44	_MLT	4.093	91,38522	66,43708	22,85939	2,522164	11,31165
Maroc	45	_MAR	1.069	38,33645	25,52662	12,67977	1,677948	10,83718
Mauritius	46	_MUS	3.524	48,90263	32,56977	30,48703	1,558016	5,1356
Mexique	47	_MEX	1.233	21,31481	17,49243	16,91615	6,749431	48,39708
Nigeria	48	_NGA	-0.733	15,26098	11,77533	4,868697	0,108159	1,510986
Pakistan	49	_PAK	2.466	27,87783	23,46489	9,59841	9,466075	74,79926
Peru	50	_PER	-0.202	14,22932	10,36593	11,72614	2,239773	20,06944
Philippines	51	_PHL	0.207	29,19007	27,31612	29,18519	8,548319	27,37531
Sri Lanka	52	_LKA	3.21	23,75312	18,89394	12,45893	1,360724	9,594993
Thaïlande	53	_THA	4.345	56,16113	61,00038	27,80023	19,63129	68,22341
Trinidad and Tobago	54	_TTO	0.894	37,85372	29,39888	20,8271	1,329961	7,369534
Tunisie	55	_TUN	2.155	38,76129	50,79425	10,26964	1,071023	9,052852

pays	code	ident.	YPIB	DPIB	PPIB	CPIB	VPIB	TOR
Turquie	56	_TUR	1.806	23,26439	14,52431	11,37268	17,5931	82,46648
Uruguay	57	_URY	1.163	34,42887	30,83899	0,770845	0,041744	4,641668
Zimbabwe	58	_ZWE	0.506	19,85746	14,60427	19,19468	1,695769	6,882777

Ratio	Définition
$YPIB^* = \left[ (PIB_{2000} / PIB_{1978})^{1/t} \right] - 1$	le taux de croissance annuel moyen composé du PIB par tête pour la période étudiée (1978-2000)
DPIB	Les dépôts du secteur bancaire / PIB mesuré par la valeur moyenne
PPIB	Le crédit au secteur privé / PIB mesuré par la valeur moyenne
CPIB	La capitalisation boursière / PIB mesurée par la valeur moyenne sur la période
VPIB	Valeur de titres échangés / PIB mesurés par la valeur moyenne
TOR	Valeur de titres échangés/ capitalisation boursière mesurées par la valeur moyenne

**Tableau 2**  
**Les autres variables explicatives censées avoir une influence sur YPIB**  
*Valeurs calculées en moyenne sur la période (1978-2000)*

pays	code	ident.	LNGDP*	INF	DPPIB	EPIB	LNS	SRPIB	N15-64	LPA
Allemagne	1	_DEU	10,01021	2,652153	28,87195	47,11051	4,621555	22,03047	68,07371	91,86
Argentine	2	_ARG	8,851816	370,4408	14,39669	14,87922	4,289885	17,15269	61,2363	91,91579
Australie	3	_AUS	9,646015	5,679511	24,21846	32,34841	4,717578	19,8065	66,2717	92,10476
Autriche	4	_AUT	9,938878	3,134451	38,75316	67,30949	4,610562	23,45685	66,73997	95,96
Barbados	5	_BRB	8,702754	5,340172	31,67068	108,9492	4,529922	17,80152	63,55027	83,96667
Belgique	6	_BEL	9,899846	2,713516	50,03057	118,878	4,803174	21,03273	66,37532	90,45714
Canada	7	_CAN	9,673768	4,691368	23,76989	56,90562	4,617254	18,85553	67,93487	90,67619
Danemark	8	_DAN	10,19356	4,902584	38,92117	59,74045	4,73907	19,80823	66,48817	92,42381
Espagne	9	_ESP	9,297303	7,980297	31,24821	35,71478	4,662248	22,51964	65,90904	81,60476
Etats-Unis	10	_USA	9,943773	4,688603	21,89357	18,73538	4,552398	16,59342	65,89801	93,60476
Finlande	11	_FIN	9,823521	4,920813	33,12899	56,61052	4,730609	23,24516	67,38486	91,53333
France	12	_FRA	9,932832	4,972218	42,79558	38,01079	4,624808	20,41553	65,18634	89,98095
Grèce	13	_GRC	9,261446	14,81556	36,31215	36,56978	4,512656	23,76748	66,13687	92,32105
Hong Kong	14	_HKG	9,213043	5,3448	NA	202,2104	4,281159	33,15717	69,98856	97,00952
Irlande	15	_IRL	9,261329	6,215672	41,81855	109,7406	4,656139	20,6885	61,70106	82,81429
Italie	16	_ITA	9,505153	7,936063	45,87726	40,94448	4,451874	21,85491	67,359	89,30476
Japon	17	_JAP	10,18556	1,94119	17,96309	15,10833	4,531284	31,25895	68,57825	97,12381
Luxembourg	18	_LUX	10,09549	3,493982	39,77939	207,0459	4,359883	33,70379	68,27748	97,73333
New Zealand	19	_NZL	9,525394	7,348369	37,87308	49,46199	4,60075	17,37889	64,8007	92,92667
Norvège	20	_NOR	9,985197	5,385036	37,61994	66,29951	4,695609	27,91358	64,25854	96,22381
Pays bas	21	_PAY	9,946574	2,780641	51,12177	97,02898	4,796145	25,41858	67,93426	91,95
Portugal	22	_PRT	8,827453	12,41244	37,33939	53,54176	4,427916	24,07689	65,72886	93,74286
Royaume Unis	23	_RU	9,556319	5,914175	38,96305	51,26064	4,735811	16,58315	64,96915	91,1381
Singapour	24	_SGP	9,153626	2,505007	21,59047	NA	4,196957	45,30472	70,37357	96,80476
Suède	25	_SUE	9,977106	5,664232	41,83866	64,35892	4,759723	18,65026	64,23247	94,92381
Suisse	26	_SWI	10,52022	2,713516	23,47261	60,99666	4,585107	29,30699	67,75814	98,1
Afrique de Sud	27	_ZAF	8,361238	11,94141	28,83375	38,10861	4,444682	17,19425	58,32752	79,18333
Bangladesh	28	_BGD	5,389574	5,88941	9,242825	19,83964	3,162005	12,11865	54,75083	98,28333
Brésil	29	_BRE	8,249554	581,5277	26,97611	13,23103	3,849429	18,51817	61,02463	94,87222
Chili	30	_CHI	7,756273	17,76006	25,27598	50,46425	4,263076	16,58187	63,01941	96,39474
Chine	31	_CHN	5,019432	8,720196	8,766926	36,46787	4,007048	38,12622	64,93525	102,14
Colombie	32	_COL	7,484665	22,22844	14,21549	27,36193	4,007267	17,36266	59,02562	88,995
Corée Sud	33	_COR	8,255027	7,666829	16,49858	49,86253	4,50618	32,45968	67,53612	96,46667

pays	code	ident.	LNGDP*	INF	DPPIB	EPIB	LNS	SRPIB	N15-64	LPA
Costa Rica	34	_CRI	8,043399	20,24575	22,90789	66,28339	3,861791	15,84267	59,52035	94,145
Cote d'Ivoire	35	_CIV	7,121015	6,919768	25,89071	76,33244	3,03916	6,784514	51,989	NA
Equateur	36	_ECU	7,300392	36,87392	14,34197	52,41195	3,968477	17,73924	56,67197	91,70769
Egypte	37	_EGY	6,49109	13,14646	39,68176	56,01838	4,230365	20,14773	57,20884	91,94286
Inde	38	_IND	5,455677	8,671183	14,96271	21,30568	3,75989	21,45428	59,07342	NA
Indonésie	39	_INO	6,110431	11,72145	19,21506	52,54856	3,735539	25,71004	59,84202	94,66
Jamaïque	40	_JAM	7,458918	22,00817	35,125	101,1847	4,214255	18,52238	57,0273	
Jordanie	41	_JOR	7,318434	6,491805	34,84603	136,4482	4,052769	23,57111	51,21304	85,6
Kenya	42	_KEN	5,773439	13,82576	26,94765	58,38399	3,214251	14,9051	48,82443	82,3
Malaisie	43	_MAL	7,624926	3,617794	27,47401	134,2592	4,059733	29,5061	58,99146	95,26667
Malte	44	_MLT	8,30973	3,458133	39,75176	NA	4,440304	17,73924	66,3101	95,05625
Maroc	45	_MAR	6,977874	6,097426	31,77055	50,60558	3,528384	20,04107	56,18277	82,59167
Mauritius	46	_MUS	7,599274	9,341445	24,29569	113,2791	4,065634	23,2371	64,34561	NA
Mexique	47	_MEX	7,965916	40,85571	19,04031	44,55735	4,039197	20,53204	56,4253	96,57
Nigeria	48	_NGA	5,704958	25,10689	17,60213	115,6511	3,214038	16,03209	51,28553	92,95
Pakistan	49	_PAK	5,686278	8,19938	21,556	37,96976	3,080231	14,32161	54,53124	95,49524
Peru	50	_PER	7,816502	566,1092	18,05605	24,88749	4,219155	17,98791	57,54143	92,5
Philippines	51	_PHL	7,014948	11,55606	16,21309	58,37888	4,273771	21,76015	55,83613	92,29048
Sri Lanka	52	_LKA	6,030689	11,73158	30,3105	71,57598	4,221148	20,09291	62,95515	88,09091
Thaïlande	53	_THA	6,960931	5,534341	17,89481	65,21507	3,661154	28,82705	62,99179	97,65238
Trinidad and Tobago	54	_TTO	8,336633	9,04094	29,95191	94,49787	4,30315	18,93633	61,89748	83,715
Tunisie	55	_TUN	7,321609	5,712933	34,07673	86,78438	3,894116	23,96071	58,21356	NA
Turquie	56	_TUR	7,638519	62,78422	22,95087	43,63734	3,870646	21,47297	60,27209	91,51176
Uruguay	57	_URY	8,45244	51,33277	26,83588	30,64009	4,38405	13,71631	62,50792	90,66667
Zimbabwe	58	_ZWE	6,314723	19,89018	29,51944	57,60874	2,507003	14,31829	50,33173	93,725

Variable	Définition
LNGDP*	Log du <u>revenu initial</u> mesuré par PIB par tête en 1978
LNS	Log du taux de scolarité secondaire pour un pays (i) mesuré par la part de la population qui détient un niveau secondaire en % de la pop totale (plus de 25 ans)
INF	Le taux d'inflation
DPPIB	Dépenses publiques / PIB
EPIB	Le taux d'échange comercial / PIB
SRPIB	Le taux d'épargne / PIB
N15-64	Le pourcentage de la population qui a entre 15 et 64 ans
LPA	Le taux de la population active qui occupe un emploi

### Annexe.3. Régression de 5 variables financières lancer individuellement sur GA

**Tableau 10.3.1**

Variable indépendante: GA  
Méthode: MCO  
Date: 07/09/06 Time: 01:57

<b>CPIB</b>	0.009 [1.657] (0.10)
<b>Constante</b>	1.627 [5.268368] (0.000)
R <sup>2</sup>	0.044424
R <sup>2</sup> adjusted	0.02736
Akaike	3.857878
Durbin-Watson	1.816381
Nombre d'observation	58

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des  $t$  de Student corrigés de l'hétéroscédasticité

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

**Tableau 10.3.2**

Variable indépendante: GA  
Méthode: MCO  
Date: 07/09/06 Time: 02:02

<b>VPIB</b>	0.019928 [1.443434] (0.155)
<b>Constante</b>	1.637931 [5.915189] (0.000)
R <sup>2</sup>	0.07197
R <sup>2</sup> adjusted	0.055398
Akaike	3.828628
Durbin-Watson	1.791854
Nombre d'observation	58

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des  $t$  de Student corrigés de l'hétéroscédasticité

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

### Tableau 10.3.3

Variable indépendante: GA  
Méthode: MCO  
Date: 07/09/06 Time: 02:04

<b>TOR</b>	0.022763 [2.743203] (0.0082)
<b>Constante</b>	1.146518 [3.486256] (0.001)
R <sup>2</sup>	0.238847
R <sup>2</sup> adjusted	0.225255
Akaike	3.630398
Durbin-Watson	1.765396
Nombre d'observation	58

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des  $t$  de Student corrigés de l'hétéroscédasticité  
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

### Tableau 10.3.4

Variable indépendante: GA  
Méthode: MCO  
Date: 07/09/06 Time: 02:07

<b>DPIB</b>	0.013812 [3.8843] (0.0003)
<b>Constante</b>	1.229368 [4.298063] (0.0001)
R <sup>2</sup>	0.139667
R <sup>2</sup> adjusted	0.124304
Akaike	3.752883
Durbin-Watson	1.766363
Nombre d'observation	58

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des  $t$  de Student corrigés de l'hétéroscédasticité  
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

**Tableau 10.3.5**

Variable indépendante: GA  
 Méthode: MCO  
 Date: 07/09/06 Time: 02:04

<b>PPIB</b>	0.02313 [2.465184] (0.0168)
<b>Constante</b>	0.872436 [2.05973] (0.0441)
R <sup>2</sup>	0.152871
R <sup>2</sup> adjusted	0.137744
Akaike	3.737416
Durbin-Watson	1.67023
Nombre d'observation	58

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des  $t$  de Student corrigés de l'hétéroscédasticité  
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

**Tableau 13.3.1**

Variable dépendante: GA  
 Méthode: MCO  
 Date: 05/22/07 Time: 19:35

<b>EPIB</b>	-0.001 [-0.252] (0.8021)
<b>LNGDP</b>	-0.547350 [-2.884] (0.0061)
<b>LNS</b>	1.341 [2.602] (0.0126)
<b>INF</b>	-0.003 [-2.572] (0.0136)
<b>LPA</b>	0.085 [2.150] (0.0371)
<b>SRPIB</b>	0.135 [3.903] (0.0003)
<b>Constante</b>	-9.744 [-2.937] (0.0053)
R <sup>2</sup>	0.595295
R <sup>2</sup> adjusted	0.540108
Akaike	3.062174
Durbin-Watson	1.816675
Nombre d'observations	51

Probabilités entre ( )

Entre [ ] la valeur des  $t$  de Student corrigés de l'hétéroscédasticité.  
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

## **BIBLIOGRAPHIE**

Abed El-Aziz S « Le financement et la réforme des structures financière », Imprimerie “ El-Ich’aa’”, Alexandrie, 1997.

Achour A (2001) “ La crise économique et la réforme en Egypte’”, Strategic Papers, Center For Political & Strategic Studies, n° 99, November.

Al-Bassat H « Les marché financiers internationaux, la bourse des titres financiers, les politiques pour établir le portefeuille financier dans les banques », Union des Banques arabes, Beyrouth, 1975.

Al-Jabali A (2000) “The problem of liquidity and recession in the Egyptian Economy’”, Center for Political & Strategic Studies, Strategic Papers, October.

Allen F & Gale D (1995) “A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US ’’, European Economic Review, 39, pp. 179-209.

Allen D.S & Ndikumana L (2000) “Financial intermediation and economic growth in Southern Africa”, Journal of African Economies, Vol. 9, pp. 132-160.

Allen F & Santomero A.M (1998) “The theory of financial intermediation”, Journal of Banking & Finance, 21, pp. 1461-1485.

Allen F (1993) “Stock markets and resource allocation: Capital markets and financial intermediation’”, Cambridge University Press.

Al-Rifa’i Ahmad (1997) “L’industrie bancaire arabe et jordanienne’”, publication de l’Université de Al-El-Bait, Jordanie.

Al-Smadi Tayseer (2002) “ Policy Lessons for macroeconomic management in Jordan’”, Macroeconomic management for Financial Stability and Poverty Reduction in The Middle East, Sep 9- Oct. 30, ([www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)).

Amable B & Chatelain J.B (1995a) “Systèmes financiers et croissance : Les effets du « court-termisme » ”, Revue Economique, vol. 46, mai, pp. 827-836.

Amable B & Chatelain J.B (1995b) “Efficacité des systèmes financiers et développement économique”, Economie Internationale, n° 61, 1<sup>er</sup> trimestre, pp. 99-130.

Ammar Samia (2003) “ L’effet du taux de change sur le PIB en Egypte”, Renaissance ‘magazine de la faculté d’économie et des sciences politiques ’, Université du Caire, n° 16, Juillet.

Andersen S (2003) “The influence and effects of financial development on economic growth. An empirical approach”, Chr. Michelsen Institute (CMI Report R 2003: 14), 44p. ([www.cmi.no/publications/publication.cfm](http://www.cmi.no/publications/publication.cfm).)

Aquel M “L’augmentation de seuil minimum de capital des banques”, Les Banques en Jordanie ‘un magazine’, édition n° 8, Sep. 2003.

Arestis P & Demetriades P (1996) “Finance and growth: Institutional considerations and causality”, Paper presented at the Royal Economic Society Annual Conference, Swansea University, April.

Arestis P & Demetriades P (1997) “Financial development and economic growth: Assessing the evidence”, The Economic Journal, 107 (May), pp. 783-799.

Arestis P, Demetriades P & Luintel K (2001) “Financial development and economic growth: The role of stock markets”, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 33, n° 1, pp. 16-41.

Atje R & Jovanovic B (1993) “Stock markets and development”, European Economic Review 37, pp. 632-640.

Ayoub H (2003) “Les réformes du système financier libanais contribuent-elles à améliorer son efficacité ?”, Communication présentée aux 20<sup>èmes</sup> Journées Internationales d’Economie Monétaire et Bancaire, Birmingham, 5-6 juin.

Barro R (1990) « Government spending in a simple model of endogenous growth », Journal of Political Economy, Oct.

Barro R & Sala-i-Martin X (1992) “Convergence”, Journal of Political Economy, Vol. 100, pp. 223-251.

Beck T & Levine R (2004) “Stock markets, banks, and growth: Panel evidence”, Journal of Banking and Finance, 28, pp. 423-442.

Beck T, Levine R & Loayza N (2000) “Finance and the sources of growth”, Journal of Financial Economics, Vol. 58(1), pp. 261-300.

Beckerman P (1988) “The consequences of upward financial repression”, International Review of Applied Economics, vol 2, n° 1, pp.233-249.

Bencivenga V & Smith B (1991) “Financial intermediation and endogenous growth”, Review of Economic Studies, 58(2), pp. 195-209.

Bhide A (1993) “The hidden costs of stock market liquidity”, Journal of Financial Economics vol. 34(1), pp. 31-51.

Bisat A (1996) “Financial reform in Middle-Income Arab Countries : Lessons from the experience of other Developing Economies”, Paper presented at the Workshop on Financial Market Development, Arab Monetary Fund and Economic Research Forum for the Arab Countries, Abu Dhabi, UAE, 25-27 May.

Bodie Zvi, Kone Alex and Marcus Alain J (1999) “Investement” , 4th Edition, Mc Graw-Hill, New York .

Boot, Arnoud W A & Thakor, Anjan V, (1997) “ Financial system architecture”, Review of Financial Studies, Oxford University Press for Society for Financial Studies, vol. 10(3), pp. 693-733.

Burkett P & Dutt A (1991) "Interest rate policy, effective demand, and growth in LDC's", *International Review of Applied Economics*, vol 5, n° 2, pp. 127-153.

Cho Y (1987) "Inefficiencies from financial liberalization in the absence of well-functioning equity markets", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 18, n° 2, pp. 191-199.

Cho Y.J & Khatkhate D (1989) "Lessons of financial liberalization in Asia: A comparative study", *World Bank discussion papers*, n° 50, Washington DC.

Cho Y.J & Kim J.K (1997) "Credit policies and the industrialization of Korea", Korea Development Institute, KDI Press.

Clark J (1993) "Management of Investment", 3<sup>rd</sup> Edition, Mc Graw-Hill, New York.

Coeuré B (1999) "Liberté des mouvements de capitaux, ouverture du compte financier : vers une nouvelle approche ?", *La libéralisation en Asie. Analyse et perspectives*, Banque Asiatique de Développement, Centre de Développement de OCDE.

Cole D & Park Y.C (1983) "Financial development of Korea 1945-1978", Harvard University Press, Cambridge.

Crotty J & Lee K.K (2001) "Economic performance in post-crisis Korea: A critical perspective on neoliberal restructuring", Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, working paper series n° 23.

Crotty J & Lee K.K (2002) "Is financial liberalization good for developing nations? The case of South Korean in the 1990s", *Review of Radical Political Economics*, 34, pp. 327-334.

Darreau P "Croissance et politique économique", De Boeck, 13 décembre 2002.

Demetriades P & Hussein K (1996) "Financial development and economic growth: cointegration and causality tests for 16 countries", *Journal of Development Economics*, Vol. 51, Dec, pp. 387-411.

Demirgüç-Kunt A & Detragiache Enrica (1998) “The determinants of banking crisis: Evidence from Developed and Developing Countries”, IMF Staff Papers, Vol. 45.

Demirgüç-Kunt A & Levine R (1996a) “Stock market development and financial intermediaries: Stylized facts”, World Bank Economic Review, May, 19(2), pp. 291-332.

Demirgüç-Kunt A & Levine R (1996b) “Stock markets, Corporate finance, and economic growth: An Overview”, World Bank Economic Review, Vol.10 (2), May, pp. 223-239.

Demirgüç-Kunt A & Maksimovic V “Stock market development and financing choices of firms”, World Bank Economic Review, May, 10(2), pp. 341-370.

Dewatripont M & Maskin E (1990) “Credit and efficiency in centralized and decentralized economies”, Discussion Paper, n° 1512, Harvard Institute of Economic Research, Harvard University.

Diamond D & Dybvig P (1983) “Bank runs, deposit insurance and liquidity”, Journal of Political Economy, 91, pp. 400-409.

Diamond D.W. (1984) “Financial intermediation and delegated monitoring”, Review of Economic Studies LI, pp. 393-414.

Diamond D.W. (1997) “Liquidity, banks, and markets”, Journal of Political Economy, Oct., 105(5), pp. 928-956.

Dickie P.M & Bond Marian (1999) “Création de structures financières et d'instruments de marché aptes à renforcer la mobilité des capitaux dans la zone APEC”, La libéralisation en Asie, Analyse et perspectives, Banque Asiatique de Développement, Centre de Développement de OCDE.

Dornbusch R (1988) “Open Economy Macroeconomics”, 2<sup>nd</sup> Edition, New York.

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

Douglas B & Oh S (1999) “ Crise financière asiatique: le libéralisme financier fauteur de troubles?”, La libéralisation en Asie, Analyse et perspectives, Banque Asiatique de Développement, Centre de Développement de OCDE.

Draghi M (1999) “Renforcer les système financiers”, La libéralisation en Asie, Analyse et perspectives, Banque Asiatique de Développement, Centre de Développement de OCDE.

Easterly & Rebelo (1993) “Fiscal policy and economic growth”, Journal of Monetary Economics.

El-Husseini F & El-Douri M (2000) « Gestion des banques », Edition n°1, Wael pour la publication.

Flannery M.J (1989) “Capital regulation and insured bank’s choice of individual loan default risk”, Journal of Monetary Economics, pp. 235-258.

Fry M (1997) “In favour of financial liberalisation”, The Economic Journal, 107 (May), pp.754-770.

Fry M.J (1991) “Domestic resource mobilization in developing Asia: Four policies issues”, Asian Development Review, vol.9, pp. 15-39.

Fry M.J. (1995), “Money, interest, and banking in economic development”, Second edition, Baltimore: Johns Hopkins University Press.

Giovannin A & De Melo M (1993) “Government revenue from financial repression”, American Economic Review, vol 83, n° 4, Sept, pp. 953-963.

Gorton G & Huang L (2004) “Liquidity, efficiency, and bank bailouts”, The American Economic Review, June, pp. 455-483.

Goyeau D et Tarazi A (1992) “ Evaluation du risque de défaillance bancaire en Europe”, Revue d’économie politique, 102 (2), mars - avril.

Goyeau D et Tarazi A (2001) “ La Bourse”, La Découverte & Syros, Paris.

Greenwood J & Jovanovic B (1990) “Financial development, Growth, and the distribution of income”, Journal of Political Economy, 88 (5, pt.1), pp. 1076-1107.

Guillaumont S Kpodar K (2006) “ Développement financier, instabilité financière et réduction de la pauvreté” The International Development Research Centre ([www.idrc.ca/fr/ev-92937-201-1-DO\\_TOPIC.html](http://www.idrc.ca/fr/ev-92937-201-1-DO_TOPIC.html))

Guille M (1994) “Instabilité du crédit et asymétrie de l’information : une revue de la littérature”, Revue d’économie financière, n° 29, pp. 229-254.

Hariz Sofyan (1999) “Le rôle du système bancaire dans le développement du marché primaire en Jordanie”, Mémoire de Master non publié, Université Al-El-Bait, La Faculté d’Economie.

Harris R (1997) “Stock markets and development: A reassessment”, European Economic Review, 41, pp. 139-146.

Hellwig M (1991) “Banking, financial intermediation and corporate finance”, European Financial Integration, CEPR, Cambridge University Press.

Hoeven V.D (2000) “Poverty and Structural Adjustment”, Some remarks on Trade-off between Equity and Growth ILO Employment, paper 4.

Jacklin C.J (1987) “Demand deposits, trading restrictions, and risk sharing in contractual arrangements for inter temporal trade”, Eds.: Edward D. Prescott and Neil Wallace. Minneapolis: U. of Minnesota Press, pp.26-47.

Jalal A (2003) “ Après la libéralisation du taux de change ?”, Union des banques arabes, mai, page 20-23.

Jarmillo F, Weisse A, Schiantarelli F (1996) “Capital market imperfections before and after financial liberalization: An Euler equation to panel data for Ecuadrian firms”, *Journal of Development Economics*, vol 51, pp. 367-386.

Jacob N (1988) “Investments”, 2<sup>nd</sup> Edition, Richard D.Irwin, Inc., Boston.

Jones R.A & Ostroy J.M (1984) “Flexibility and uncertainty”, *Review of Economic Studies* LI, pp. 13-32.

Joseph A (2000) “La réforme du secteur financier”, Centre de Développement de l’OCDE.

Jung W.S (1986) “Financial development and economic growth: International Evidence”, *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 34, pp. 333-346.

Kamin S.B & Rogers J (2000) “Output and the real exchange rate in developing countries, an application to Mexico”, *Journal of Development Economics*, Vol.61.

Kapur B (1976) “Alternative stabilization policies for Less Developed Economies”, *Journal of Political Economy*, vol. 84, n°4, pp. 777-795.

Kapur B (1992) “Former and Informer Financial markets, and the Neo-Structuralists critique of the financial liberalization strategy in Less-Developed Countries”, *Journal of Development Economics*, vol. 38, Sep, pp. 63-77.

King R & Levine R (1993 a) “Financial intermediation and economic development in financial intermediation in the construction of Europe”, Eds.: Colin Mayer and Xavier Vives. London: Centre for Economic Policy Research, pp. 156-189.

King R & Levine R (1993 b) “Finance and growth: Schumpeter might be right”, *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), pp. 717-737.

King R & Levine R (1993 c) “Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence”, *Journal of Monetary Economics*, 32, pp. 513-542.

King R & Rebelo S (1990) “Public and economic growth: Developing Neoclassical Implications”, *Journal of Political Economy*, vol. 98.

Kohn M (1991) “Money, Banking & Financial Markets”, The Dryden Press, Chicago.

Lacoue-Labarthe D (1993) “ L’organisation des systèmes bancaires sûrs et efficaces en Europe Centrale et Orientale ”, Banque de France, Cahiers économiques et monétaires n° 41, pp. 93-111.

Lacoue-Labarthe D (1994) “ La deuxième réforme bancaire dans les économies en transition d’Europe Centrale ”, *Revue d’Economie Financière*, pp 179-202.

Landais B (1998) « Leçons de politique budgétaire », Paris.

Lee C.H, Lee K and Lee K.K (2002) “Chaebol, financial liberalization and economic crisis: Transformation of quasi-internal organization in Korea”, *Asian Economic Journal*, 16(1), pp.17-35.

Lee K, Pesaran M.H & Smith R.P (1996) “Growth and convergence: a multi-country empirical analysis of the Solow growth model”, Department of Applied Economics Working Papers, Amalgamated Series, n° 9531, University of Cambridge.

Levine (1997) “Financial development and economic growth”, *Journal of Economic Literature*, vol. 35, June, pp. 688-726.

Levine R & Zervos S (1995) “Capital control liberalization and stock market development”, Policy Research Working Paper 1622, Washington D.C.: World Bank.

Levine R & Zervos S (1996) “Stock markets, banks, and economic growth”, World Bank Policy Research Working Paper, n° 1960, Dec.

Levine R & Zervos S (1998) “Stock markets, Banks, and Economic growth”, *American Economic Review*, vol. 88, n° 3, pp. 537-558.

Levine R (1996) “Stock markets: a spur to economic growth”, *Journal of Finance and Development*, Vol. 33, n° 1, pp. 7-10.

Lewis K.M. (1992) “Modern banking in theory and practice”, *Economic Review*, vol.43, pp. 203-227.

Lucas R (1988) “On the mechanics of economic development”, *Journal of Monetary Economics*, 22(1), pp. 3-42.

Mahdi Fadhil (2001) “Economic Growth in Jordan, Recent trends, Outlook for 2001”, *Arab Bank Review*, Vol.3, no.1, April.

Mathieson D.J (1979) “Financial Reform and control flows in a developing economy”, *IMF Staff papers*, vol. 26, n°3, Sep, pp. 450-489.

McKinnon R.I (1973) « Money and capital in Economic Development », The Brookings Institution, Washington DC.

Merton R.C & Bodie Z (1995) “A conceptual framework for analyzing the financial environment in the global financial system: A functional perspective”, Eds.: Dwight B Crane & al. Boston, MA: Harvard Business School Press.

Merton R.C (1989) “On the application of the continuous-time theory of finance to financial intermediation and insurance”, *Geneva Papers on risk and insurance theory*, 14, 225-261.

Metwalli M (2000) « To kick-start the financial sector », *Al-Ahram Weekly*, 27 Jan – 2 Feb 2000, Issue No.466

Montasser E (2003) “Floating the Egyptian Pound : Out of the Frying Pan and into the Fire ?”, Paper presented at the Conference “Aspects of Structural Reforme”, Department of Economics, 8<sup>th</sup> Conference, Faculty of Economics and Political Sciences, Cairo University, April 13-14.

Mullineux A (1997) “Lessons from the Financial Crisis in the Pacific and S.E Asia”, 1st Draft, University de Birmingham, 22 Nov 1997.

Oldfield G & Santomero A (1997) “The place of risk management in financial institutions”, Sloan Management Review, Fall.

Park Y.C (1993) “The role of finance in economic development in South Korea and Taiwan” in finance and development: Issues and experience, ed. by A. Giovannini, CEPR, Cambridge University Press, Cambridge.

Pollin & Vaubourg (1998) “L’architecture optimale des système financiers dans les pays émergents”, Revue Economique, vol. 49, n° 1, Janvier, pp. 223-238.

Priolon J (2004) “Les marches financiers”, Institut National Agronomique Paris-Grignon (INA P-G), Département des sciences économiques et sociales ([www.inapg.inra.fr](http://www.inapg.inra.fr)).

Rajan R & Zingales L (1996) “Financial dependence and growth”, University of Chicago mimeo, May 1996.

Robbins Sidney “The Securities Markets, Operations and Issues », New York, The Free Press, First Edition 1966.

Roe A (1998) “The Egyptian Banking system : Liberalization, Competition and Privatization”, The Egyptian Center for Economics Studies, working paper n° 28, June.

Roubini N & Sala-i- Martin X (1992) “Financial repression and economic growth”, Journal of Development Economics, vol 39, pp.5-30.

Roubini N & Sala-i- Martin X (1995) “A growth model of inflation, tax evasion, and financial repression”, Journal of Monetary Economics, vol. 39, pp. 275-301.

Sevestre P (2003) “Econométrie des données de panel”, Paris.

Sandretto R (2000) “Les risques de la libéralisation financière vus à travers le prisme des crises financières récentes des pays émergents”, CNRS et Université Lumière Lyon 2, p. 3.

Scholtens B & Wensveen D.V (2000) “A critique on the theory of financial intermediation”, *Journal of Banking & Finance*, 24, pp. 1243-1251.

Shaw J.E (1973) “Financial deeping in Economic Development”, New York, Oxford University Press.

Sheifer A & Vishny R.W. (1997) “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.

Sholtens B (2000) “Financial regulation and financial system architecture in Central Europe”, *Journal of Banking & Finance*, 24, pp. 525-553.

Sonoqrot Samer (2003) “La performance des banques jordaniennes en 2002”, étude publiée le 30 septembre dans le magazine ‘L’Economie Contemporaine’.

Stein J (1989) “Efficient capital markets, Inefficient firms: A model of myopic corporate behavior”, *Quaterly Journal of Economics*, 104, pp. 655-669.

Stiglitz J.E & Weiss A (1981) “Credit rationing in markets with imperfect information”, *American Economic Review*, vol 71, n°3, juin, pp. 393-410.

Stiglitz J.E & Weiss A (1990) “Banks as social accountants and screening devices for the allocation of credit”, *Greek Economic Review*, 12, Supplement, 12.

Stiglitz J.E (1985) “Credit markets and the control of capital”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.17, Feb, pp. 133-152.

Stiglitz J.E (1989) “Markets, market failures, and development”, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 79[2], pp. 197-202.

Stiglitz J.E (1994) “ The role of the state in financial markets’’, in Proceedings of the World Bank Annual Bank Conference on Development Economics, 1993, Washington, D.C/World Bank, pp. 19-52.

Tanzi V & Schuknecht L (1996) “La réforme de l’Etat dans les pays industrialisés”, Finances et Développement, septembre.

Taylor L (1983) “Structuralized Macroeconomics: Applicable Models for the Third World”, New York.

Temple J (1999) “The new growth evidence’’, Journal of Economic Literature, 37(1), pp.112-156.

Venet B (1996) “ Théories de la libéralisation financière et dualisme financier ’’, Thèse de doctorat en sciences économiques, Université Paris 9 Dauphine.

Vogel R.C & Buser S.A (1976) “Inflation, financial reform, and capital formation in Latin America” in Money and Finance in Economic Growth and Development, Essays in Honor of Shaw, ed, by Mac Kinnon, New York, Marcel Decker, pp.35-70.

Weller C (1999) “A few observations on financial liberalization and financial instability’’, Review of Radical Political Economics, 31[3], pp.66-77.

Wijnbergen S.V (1983) “Interest rate management in LDC’s’’, Journal of Monetary Economics, vol. 12, n°3, Sept, pp.433-452.

Wijnbergen S. V (1989) “Exchange rate management and stabilization policies in developing countries’’, Journal of Development Economics, Vol.23.

Yoshitomi M (1999) “ La crise des mouvements de capitaux en Asie’’, La libéralisation en Asie, Analyse et perspectives, Banque Asiatique de Développement, Centre de Développement de OCDE.

## Liste des Tableaux

Tableau 1.1 : Taux d'intérêt réel, en moyenne, sur tous les dépôts avant l'application de LF.	12
Tableau 2.1 : Le taux d'inflation et le déficit budgétaire dans les trois pays (Egypte, Jordanie et Liban) en 1989.....	13
Tableau 3.1 : La part de mauvais prêts (MP) / le crédit total au Corée du Sud, en % .....	34
Tableau 4.1 : La croissance de la participation étrangère dans la bourse coréenne.....	35
Tableau 5.1 : La capitalisation boursière en % de PIB dans 7 pays asiatiques.....	36
Tableau 6.1 : Les principaux indicateurs économiques dans les trois pays (Egypte, Jordanie et Liban), avant LF.....	41
Tableau 7.1 : Les principaux indicateurs économiques dans les trois pays (Egypte, Jordanie et Liban).....	53
Tableau 8.1 : La balance commerciale détaillée dans les trois pays (Egypte, Jordanie et Liban).....	54
Tableau 9.1 : Les indicateurs de la population (le nombre de la population, le taux de chômage et le taux de croissance démographique) en (Egypte, Jordanie et Liban) .....	54
Tableau 10.1 : La balance commerciale(Egypte, Jordanie et Liban)dans la période 1997-2001 .....	55
Tableau 11.1 : Balance des capitaux (Egypte, Jordanie et Liban) .....	55
Tableau 12.1 : Balance du compte courant (Egypte, Jordanie et Liban).....	55
Tableau 13.1 : Balance des paiements (Egypte, Jordanie et Liban).....	55
Tableau 14.1 : Cours du change : Jordanie et Liban .....	58
Tableau 15.1 : Cours du change : Egypte .....	58
Tableau 16.1 : Le déficit budgétaire inclut les aides et les dons, (Egypte, Jordanie et Liban).	59
Tableau 17.1 : Produit Intérieur Brut En devises nationales et En dollars, (Egypte, Jordanie et Liban).....	61
Tableau 18.1 : Produit Intérieur Brut aux prix courants, (Egypte, Jordanie et Liban).....	61
Tableau 19.1 :L'évolution des taux d'intérêt sur les dépôts bancaires et sur les crédits bancaires, (Egypte, Jordanie et Liban) .....	65
Tableau 20.1 : Taux d'intérêt réel *, en moyenne, sur tous les dépôts après l'application de LF, (Egypte, Jordanie et Liban).....	66
Tableau 21.1 : La marge du taux d'intérêt après LF (Egypte, Jordanie et Liban) .....	67
Tableau 22.1 : Le ratio de monnaie en circulation / Dépôts après LF(Egypte, Jordanie et Liban).....	69
Tableau 23.1 : Le ratio M2/ PIB après LF (Egypte, Jordanie et Liban).....	69
Tableau 24.1 : Le ratio M1/ M2 après LF (Egypte, Jordanie et Liban) .....	70
Tableau 25.1 : Le crédit accordé au secteur privé par rapport au crédit total après LF, (Egypte, Jordanie et Liban).....	76
Tableau 26.1 : Le crédit accordé au secteur privé (Egypte, Jordanie et Liban).....	76
Tableau 27.1 : Le crédit accordé au secteur public par rapport au crédit total après LF, (Egypte, Jordanie et Liban).....	77
Tableau 28.1 : Le crédit accordé au secteur public (Egypte, Jordanie et Liban).....	77
Tableau 29.1 : Le ratio du crédit accordé par la Banque centrale au secteur bancaire par rapport au crédit total après LF (Egypte, Jordanie et Liban) .....	78
Tableau 1.2 : Les indicateurs financiers de 12 pays occidentaux *en 1995, en moyenne pour le groupe .....	121
Tableau 2.2 : Le nombre des banques au sein des pays (Egypte, Jordanie et Liban) .....	126
Tableau 3.2 : La Capitalisation Boursière : 1995 – 2002 (Egypte, Jordanie et Liban) .....	134

Tableau 4.2 : Le nombre des compagnies listées (Egypte, Jordanie et Liban).....	134
Tableau 5.2 : La Valeur des actions échangées (Value Traded), (Egypte, Jordanie et Liban) .....	135
Tableau 6.2 : Le nombre d'actions échangées (Shares Traded), (Egypte, Jordanie et Liban) .....	135
Tableau 7.2 : La taille du marché (le ratio de la capitalisation du marché), (Egypte, Jordanie et Liban).....	136
Tableau 8.2 : La valeur totale des actions échangées en pourcentage du PIB, (Egypte, Jordanie et Liban).....	136
Tableau 9.2 : Ratio Turnover (Egypte, Jordanie et Liban).....	137
Tableau 1. 3 : Les signes attendus des variables explicatives censées avoir une influence sur le taux de croissance annuel moyen du PIB par tête de longue période .....	169
Tableau 2.3 : Les 26 pays développés dont le PIB par habitant en 1978 est supérieur ou égal à 6000 dollars.....	185
Tableau 3.3 : Les 32 PVD dont le PIB par habitant en 1978 est inférieur à 6000 dollars .....	186
Tableau 4.3 : Statistiques de variable expliquée et des variables explicatives (financières et de contrôle) concernant l'échantillon de (58 pays).....	188
Tableau 5.3 : Statistiques de variable expliquée et des variables explicatives (financières et de contrôle) concernant l'échantillon de (26 pays développés) .....	189
Tableau 6.3 : Statistiques de variable expliquée et des variables explicatives (financières et de contrôle) concernant l'échantillon de (32 PVD) .....	189
Tableau 7.3 : Les statistiques en valeur moyenne (une seule observation par pays pour toute la période pour l'échantillon de (58 pays)).....	190
Tableau 8.3 : Matrice des corrélations (échantillon de 58 pays) .....	194
Tableau 9.3 : Corrélation entre les 5 variables financières et le PIB par tête en 1989 et 2000 .....	195
Tableau 10.3 : Les résultats du lancement des 5 régressions sur le GA.....	196
Tableau 11.3 : Régression GA sur CPIB, VPIB et TOR (échantillon 58 pays) .....	198
Tableau 12.3 : Régression GA sur CPIB et VPIB (échantillon 58 pays) .....	198
Tableau 13.3 : La régression de l'équation standard (échantillon 58 pays).....	199
Tableau 14.3 : La non significativité de DPPIB dans la régression de l'équation standard (échantillon 58 pays) .....	200
Tableau 15.3 : Représentation de l'équation standard sans prendre en considération le SRPIB qui est corrélé fortement avec toutes les variables financières (échantillon 58 pays).....	201
Tableau 16.3 : L'effet positif des indicateurs financiers sur la croissance économique montré par R <sup>2</sup> .....	202
Tableau 17.3 : L'effet de la colinéarité entre une variable financière TOR et le taux d'épargne SRPIB .....	204
Tableau 18.3 : La part non corrélée de SRPIB avec TOR.....	204
Tableau 19.3 : L'effet de développement financier sur le taux de croissance économique (58 pays) .....	206
Tableau 20.3 : Matrice des Corrélations (échantillon de (32 PVD)) .....	210
Tableau 21.3 :L'équation Standard de l'échantillon de 32 PVD .....	211
Tableau 22.3 : L'effet de développement financier sur le taux de croissance économique (32 PVD).....	212
Tableau 23.3 : L'introduction de CPIB et VPIB ensemble dans la même régression pour détecter l'effet de prix (échantillon de 32 PVD).....	213
Tableau 24.3 : Matrice des Corrélations (échantillon de (26 PD)) .....	214
Tableau 25.3 : L'équation Standard de l'échantillon de 26 PD.....	215

Tableau 26. 3 : L'effet de développement financier sur le taux de croissance économique (26 PD).....	216
Tableau 27.3 : l'évolution de PPIB et de TOR dans certains PD et PVD .....	221

## Table des Figures

Figure 1.1 : L'inconvénient de fixation des taux d'intérêt réels en dessous de leur niveau d'équilibre .....	11
Figure 2.1 : La taille optimale de l'Etat et la productivité marginale des dépenses publiques.....	14
Figure 3.1 : La taille optimale de l'Etat et la croissance économique.....	14
Figure 4.1 : L'inconvénient d'une hausse élevée des taux d'intérêt réels .....	19
Figure 5.1 : Le rationnement de crédit .....	23
Figure 1.2 : Le système financier .....	86
Figure 2.2 : L'Approche Fonctionnelle pour Finance et Croissance de Levine .....	96
Figure 3.2 : La Structure du Système Bancaire Jordanien en 2002 .....	127
Figure 4.2 : La structure du Secteur Bancaire Libanais en 2002 .....	128
Figure 5.2 : La Structure du Secteur Bancaire Egyptien en 2002.....	129
Figure 6.2 : Les hypothèses du projet économique (bon ou mauvais) et les probabilités de son rendement.....	144
Figure 7.2 : Le choix du mauvais ou du bon projet par l'emprunteur selon son état de flexibilité sous les hypothèses de Boot et Thakor (1997) pour le choix optimal de ses sources de financement .....	145
Figure 8.2 : la qualité d'observation $\theta$ et le choix de la source de financement.....	155
Figure 9.2 :L'évolution de l'activité de la Bourse par rapport à la taille du marché dans les trois pays étudiés (Egypte, Jordanie et Liban).....	159
Figure 10.2 : L'évolution de l'activité boursière par rapport au PIB dans les trois pays étudiés (Egypte, Jordanie et Liban).....	159
Figure 11.2 : Le développement du crédit au secteur privé par rapport au crédit total dans les trois pays étudiés (Egypte, Jordanie et Liban) .....	160
Figure 1.3 : Les variables financière et réelles censées avoir une influence sur le taux de croissance du PIB par tête.....	181

## Table des matières

<b>Introduction générale</b> .....	1
<b>Chapitre 1. Les impacts de l’application de la libéralisation financière en Egypte, en Jordanie et au Liban</b> .....	5
<b>Introduction de chapitre 1</b> .....	6
<b>Section 1. La Libéralisation Financière entre Avantages et inconvénients</b> .....	9
1.1. Les désavantages de la répression financière .....	10
1.1.1. La fixation des taux d’intérêt.....	10
1.1.2. La hausse des taux d’inflation et déficit budgétaire.....	12
1.1.3. L’orientation des crédits et la constitution de réserves obligatoires trop élevées engendrent l’inefficacité .....	16
1.1.4. La libéralisation financière assure une concurrence plus ‘pure’ .....	17
1.2. Les critiques de la Théorie de la Libéralisation Financière et ses Inconvénients ..	18
1.2.1. La hausse des taux d’intérêt réel.....	18
1.2.2. La libéralisation financière entraîne un accroissement de la concurrence .....	21
1.2.3. Le problème d’asymétrie de l’information.....	21
1.2.4. La rapidité de la libéralisation financière engendre d’autres risques.....	24
1.3. Une libéralisation financière réussie.....	26
1.3.1. L’augmentation des taux d’intérêt servis sur les dépôts, sert à rendre plus efficace la collecte de ressources.....	26
1.3.2. Résoudre le problème d’asymétrie de l’information afin d’assurer une stabilité dans le secteur financier.....	26
1.3.3. Éviter la crise monétaire engendrée par la sortie rapide des capitaux .....	26
1.3.4. La libéralisation financière doit être accompagnée par une politique de réduction du déficit budgétaire .....	28
1.4. L’expérience sud coréenne de la libéralisation .....	30
1.4.1. Avant la libéralisation financière .....	30
1.4.2. La libéralisation financière .....	32
1.4.3. Les conséquences de la libéralisation financière .....	33
1.4.4. Les résultats de ce programme néolibéral de restructuration .....	36
<b>Section 2. Les Réformes Financières au sein des trois pays étudiés (Egypte, Jordanie et Liban)</b> .....	39
2.1. La libéralisation des taux d’intérêt.....	41
2.2. La suppression des restrictions sur les devises.....	42
2.3. La privatisation des banques et l’augmentation de degré de la concurrence .....	43
2.4. L’augmentation de la capacité des banques d’affronter les risques bancaires (Réserves obligatoires, capitaux des banques, provisions pour les créances douteuses) .....	46
2.5. Le développement des instruments indirects pour mieux gérer la liquidité.....	49
2.6. La supervision, le contrôle et la transparence .....	49
2.7. Autres développements: système de paiement, l’assurance de dépôt .....	50
<b>Section 3. Les Indicateurs Economiques en (Egypte, Jordanie et Liban) après la libéralisation financière</b> .....	52
3.1. Les trois pays se caractérisent par une dette extérieure lourde .....	52
3.2. La domination du secteur des biens et services locaux sur la structure du PIB ....	53
3.3. Ces pays restent déficitaires au niveau de la balance commerciale.....	54
3.4. Le taux de change .....	56
3.5. La plupart de ces pays ont réussi à diminuer le déficit budgétaire par rapport au PIB .....	58

3.6. La Croissance Economique.....	60
<b>Section 4. Une Evaluation Quantitative de la Réforme financière (Egypte, Jordanie et Liban) pour la période (1992-2002)</b> .....	62
4.1. Le taux d'intérêt.....	63
4.1.1. Le niveau de taux d'intérêt réel .....	63
4.1.2. La marge de taux d'intérêt.....	64
4.2. Les indicateurs monétaires .....	68
1) Le ratio de monnaie en circulation par rapport aux dépôts	
2) Le ratio de monétisation (la part de la masse monétaire dans le PIB)	
3) Le ratio de M1 par rapport au M2	
4.3. Les agrégats de crédit.....	73
1) Le crédit au secteur privé par rapport au crédit total	
2) Le crédit au secteur public par rapport au crédit total	
3) Le crédit accordé par la banque centrale au secteur bancaire par rapport au crédit total	
<b>Conclusion chapitre 1</b> .....	79
<b>Chapitre 2. Le lien entre développement financier et développement économique et choix d'un système financier efficace</b> .....	81
<b>Introduction de chapitre 2</b> .....	82
<b>Section 1. Le financement de l'économie</b> .....	85
1.1. Le système financier .....	85
1.2. Le financement extérieur des activités.....	89
1.2.1. Le financement indirect par les intermédiaires financiers .....	89
1.2.1.1. Le financement bancaire.....	90
1.2.1.2. Le financement par les institutions financières non bancaires .....	91
1.2.2. Le financement direct par le marché (Les marchés financiers).....	92
1) Le marché monétaire .....	92
2) Le marché financier.....	93
a) le marché primaire (marché à l'émission).....	93
b) le marché secondaire (la Bourse) .....	93
<b>Section 2. Les arguments théoriques de l'émergence des intermédiaires financiers et des marchés financiers</b> .....	95
2.1. La relation entre développement financier et développement économique.....	104
2.1.1. Les mesures de développement financier.....	105
2.1.1.1. Les indicateurs de développement bancaire .....	105
2.1.1.2. Les indicateurs de développement du marché financier .....	106
2.2. Les études empiriques de développement financier et de développement économique .....	110
2.2.1. L'approche en Coupe transversale (cross-country régressions) .....	110
2.2.2. L'approche en séries temporelles.....	113
2.2.3. La méthode des moments généralisés (l'étude de Beck & Levine (2004))... 118	
2.3. Le choix d'une structure financière efficace.....	121
<b>Section 3. La structure du système financier en Egypte, en Jordanie et au Liban</b> ..	124
3.1. Le Secteur bancaire.....	124
1) la structure du système bancaire jordanien .....	127
2) La structure du système bancaire libanais .....	128
3) La structure du système bancaire égyptien .....	129
3.2. Le marché financier en Egypte, en Jordanie et au Liban .....	130
3.2.1. En Egypte .....	130
3.2.2. En Jordanie .....	130

3.2.3. Au Liban.....	131
<b>Section 4. L'arbitrage entre système financier basé sur le marché financier et système financier bancaire dans le choix des agents économiques.....</b>	<b>140</b>
4.1. Les hypothèses de Boot et Thakor (1997).....	144
4.2. Les scénarios du comportement des agents et l'émergence financier .....	149
4.3. La détermination du taux d'intérêt à l'état d'équilibre .....	151
4.3.1. Le crédit bancaire.....	151
4.3.2. La détermination du taux d'intérêt du titre de sécurité sur le marché financier.....	152
4.4. Le choix des sources de financement .....	154
4.4.1. Le financement par le marché financier.....	154
4.4.2. Le financement bancaire .....	155
<b>Conclusion de chapitre 2.....</b>	<b>157</b>
<b>Chapitre 3. L'examen empirique entre développement financier et développement économique .....</b>	<b>161</b>
<b>Introduction de chapitre 3.....</b>	<b>162</b>
<b>Section 1. La spécification économétrique.....</b>	<b>164</b>
1.1. Le modèle économétrique .....	165
1.2. La méthode économétrique .....	170
<b>Section 2. Les variables de l'étude .....</b>	<b>172</b>
2.1. La variable dépendante .....	172
2.2. Les variables financières.....	172
1) Dépôts du secteur bancaire par rapport au PIB	
2) Crédit privé par rapport au PIB	
3) Capitalisation boursière par rapport au PIB	
4) Valeurs des titres échangés par rapport au PIB	
5) Turnover Ratio	
2.3. Les variables de contrôle.....	176
2.3.1. Le taux de scolarité secondaire.....	176
2.3.2. Le niveau initial de PIB par habitant.....	177
2.3.3. Le degré de l'ouverture commerciale .....	178
2.3.4. Le taux d'inflation.....	178
2.3.5. Le ratio des dépenses publiques par rapport au PIB .....	179
2.3.6. Le taux d'épargne par rapport au PIB.....	180
2.3.7. Le pourcentage de la population qui a entre 15 et 64 ans .....	180
2.3.8. Le ratio de la population active qui occupe un emploi .....	180
<b>Section 3. L'échantillon de l'étude .....</b>	<b>182</b>
3.1. Les données .....	182
3.1.1. Les données qui concernent les variables financières.....	182
3.1.2. Les données qui concernent les autres variables .....	182
3.2. Le choix des pays et la période étudiés.....	183
3.2.1. La période étudiée.....	185
3.2.2. Les pays sélectionnés .....	185
3.2.2.1. Les pays développés dont le PIB par habitant en 1978 $\geq$ 6000 \$ (26 PD).....	185
3.2.2.2. Les PVD dont le niveau du PIB par habitant en 1978 $<$ 6000 \$ (32 PVD).....	186
3.3. Les statistiques et les corrélations préliminaires .....	188
3.3.1. Les statistiques.....	188
3.3.1.1. Au niveau financier .....	190
3.3.1.2. Au niveau économique.....	191
3.3.1.3. Au niveau individuel .....	191

3.3.2. Corrélations préliminaires .....	193
3.3.2.1. Corrélation de 58 pays en valeurs moyennes (58 observations).....	193
3.3.2.2. Corrélation entre les variables financières et PIB par tête en 89 et 2000...	195
<b>Section 4. Corrélation en employant les valeurs moyenne et l'estimateur de Moindre Carré Ordinaire MCO .....</b>	<b>196</b>
4.1. Résultats des régressions simples (échantillon de 58 pays) .....	196
4.2. L'équation Standard et les estimations économétriques pour l'échantillon de (58) pays .....	199
4.2.1. L'équation Standard.....	199
4.2.2. L'influence positive des indicateurs financiers .....	201
4.2.3. Les procédures, les régressions et les résultats.....	203
4.2.3.1. Les procédures et les régressions .....	203
4.2.3.2. Les résultats et le calcul de l'effet de développement financier.....	206
4.3. Les estimations économétriques pour les sous-échantillons (32 PVD) et (26 PD).....	210
4.3.1. Le groupe de 32 PVD.....	210
4.3.1.1. La régression préliminaire .....	210
4.3.1.2. L'équation standard et les résultats.....	211
4.3.2. Le groupe de 26 PD.....	214
4.3.2.1. La régression préliminaire .....	214
4.3.2.2. L'équation standard et les résultats.....	215
4.4. Remarques et commentaires.....	218
<b>Conclusion du chapitre 3.....</b>	<b>223</b>
<b>Conclusion Générale .....</b>	<b>225</b>
<b>Annexes .....</b>	<b>229</b>
<b>Bibliographie .....</b>	<b>241</b>
<b>Liste des Tableaux.....</b>	<b>254</b>
<b>Table des Figures.....</b>	<b>257</b>
<b>Table des matières .....</b>	<b>258</b>