

Monnaie Banque Finance : Banques et marchés

Chapitre 2 : Financement de l'économie et systèmes financiers

- OBJECTIFS DE CE CHAPITRE

On cherche à comprendre les modalités du financement, à mettre en évidence le rôle central des banques dans le financement de l'économie, montrer que les systèmes financiers sont tous fortement "intermédiés", les systèmes financiers se différencient plus par le type d'intermédiation (banques vs autres institutions financières) que par le clivage orientation banque VS orientation marché.

On va montrer que plus de finance profite à l'économie mais que jusqu'à un certain seuil.

Les systèmes financiers sont tous intermédiés, il y a, dans la littérature, une distinction que l'on va reprendre, c'est celle entre des systèmes qui reposent sur l'intermédiation bancaire et des systèmes (plutôt anglo-saxons) qui reposent sur les marchés de capitaux.

Dans leur majorité, les systèmes sont hybrides. Ils ont participé au développement de l'intermédiation bancaire et financière.

On a des systèmes hybrides dans lesquels marchés et intermédiation sont très connectés.

Dans certains systèmes financiers, les intermédiaires financiers sont plutôt bancaires et dans d'autres ce sont des intermédiaires non bancaires.

La relation entre finance et croissance présentée comme une relation très simple dans les années 90-2000 (plus de finance c'est plus de croissance donc on doit la libéraliser), mais de nos jours, elle est présentée comme une relation plutôt inverse, au delà d'un certain seuil, c'est préjudiciable à l'économie car cela engendre de l'instabilité financière.

1. Les modalités du financement

A. Autofinancement/financement externe

Quand on parle de financement, de quel financement parle-t-on ? Comment s'opère-t-il ?
Qu'est ce qu'on finance ?

Une partie du financement vient de ressources extérieures au secteur considéré, pas nécessairement de l'étranger mais des ressources empruntées à un autre secteur.

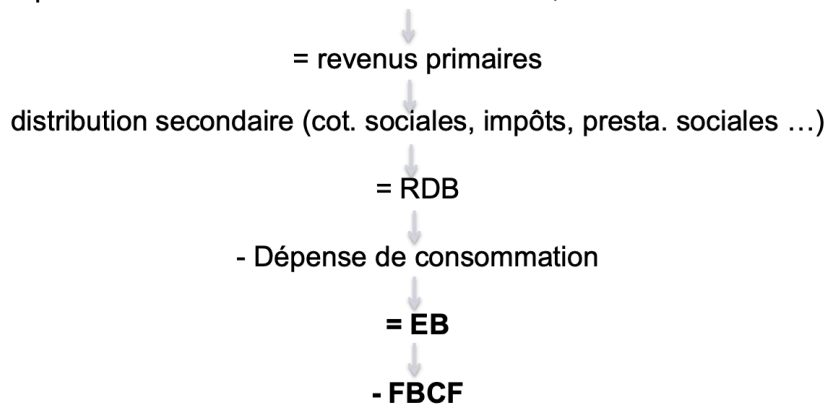
- Le financement pour qui, pourquoi ?

Le financement de l'économie désigne à la fois :

- Le financement des entreprises, c'est le financement de leur investissement productif.
- Le financement des APU, elles ont des dépenses publiques à financer (dépenses de consommation collective, d'investissement...).
- Le financement des ménages, en particulier leurs dépenses d'investissement immobilier.

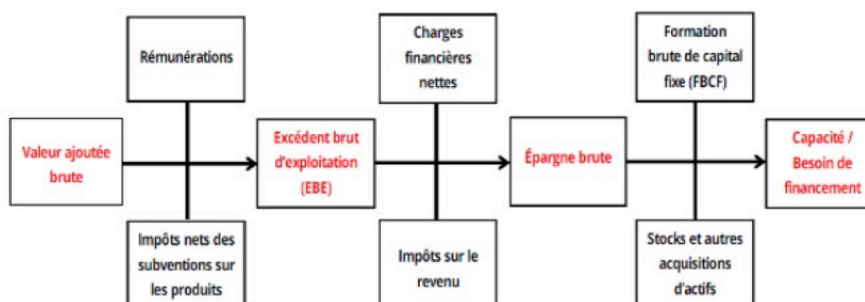
- Auto-financement (ou financement interne)

Activité productive + détention de titres financiers, d'immeubles et de terrains

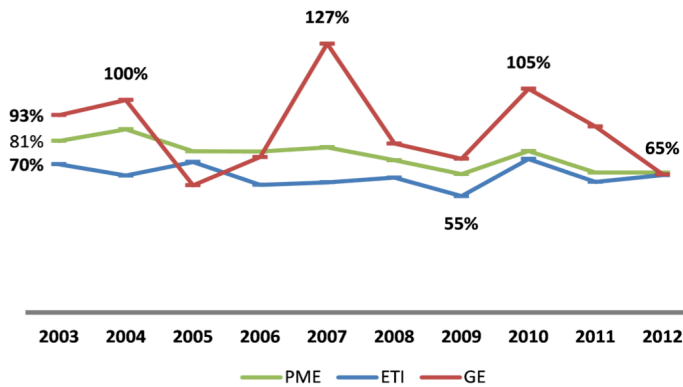


L'autofinancement est la partie de la dépense d'investissement financée par l'épargne brute. Le financement externe est la partie de la dépense d'investissement qui a nécessité un financement par un tiers.

- Schéma simplifié du compte des entreprises



Taux d'autofinancement



Les entreprises de taille intermédiaire et les PME sont beaucoup plus dépendantes du financement externe que les grandes entreprises. Plus le taux d'autofinancement est faible, plus il y a une dépendance au financement externes et sont dépendante de ressources tiers, de l'accès au crédit/marché financier.

- Capacité/besoin de financement

Lorsque l'épargne brute est inférieure à la dépense d'investissement, cela veut dire qu'une partie de la dépense d'investissement a été dépensée par les ressources extérieures.

Globalement, pour les entreprises et les APU, on a un besoin de financement en raison de l'ampleur de la FBCF pour les entreprises et de la faiblesse de l'épargne brute des APU et de l'ampleur des dépenses publiques. Cela nécessite un besoin de financement externe.

Quand l'épargne brute est supérieure à la FBCF, le solde du compte de capital est une capacité de financement. Quand on regarde les choses de manière agrégée au niveau du secteur en entier, chaque année, globalement, les ménages ont une capacité de financement même si certains individuellement ont des besoins de financement mais ont pu les satisfaire par des ressources externes, crédit bancaire... (ex : financer un logement).

B. Les deux formes du financement externe, financement direct et financement indirect

Au sein du financement externe, on distingue traditionnellement deux modes de financement externe, les deux modes de financement que l'on distingue c'est le financement direct et le financement indirect qui sont présentés comme les deux modes de rencontre entre des agents à capacité de financement et à besoin de financement.

- **Financement des entreprises (SNF, France)**

Financement des sociétés non financières

(Encours et flux non cvs en milliards d'euros, taux de croissance et taux d'intérêt en %)

	Encours	Flux annuel net	Taux de croissance annuel		Coût des financements en euros	
	W	W	W	W	W	W
	août-2022	août-2022	juil- 2022	août-2022	juil- 2022	août-2022
Financement des SNF	2 003	87	4,3	4,6	2,02	2,52
- dont crédits bancaires	1 295	87	7,0	7,2	1,60	1,93
- dont financement de marché	707	0	-0,4	0,0	2,79	3,60
en euros	598	9	0,8	1,5		
en devises	109	-9	-7,1	-7,6		

Les banques contribuent au financement de l'économie en faisant des crédits et en achetant des titres. Cela dépend du type de crédit car si elles font beaucoup de crédits immobiliers, la contribution au financement de l'économie peut être considérée comme moins bonne car cela contribue moins à la productivité et à l'investissement productif.

Si les banques achètent des titres non pas sur le marché primaire mais secondaire, cela se discute (ça dépend de si on considère que le marché secondaire est un bon lieu de financement ou non).

Taux de croissance annuels, sur l'année 2022 (évolution 2021-2022), le financement était encore soutenu par le niveau des taux (bas), à partir de 2022, on a un resserrement de la politique monétaire dans le crédit diminue du côté de la demande (taux élevés désincite les agents à investir) et de l'offre (revoit à la hausse leurs critères).

QUELQUES CHIFFRES

1937 milliards d'euros

Endettement financier des entreprises

en France fin 2021

Taux de croissance : **+2,7%** sur un an

et **+15,6%** sur deux ans

en incluant les PGE

64%

Part du crédit bancaire dont

PME : **44%**,

ETI : **25%**,

GE : **13%**,

SCI et divers : **18%**

36%

Part du financement

de marché

(essentiellement

ETI et GE)

PME : Petites et Moyennes Entreprises

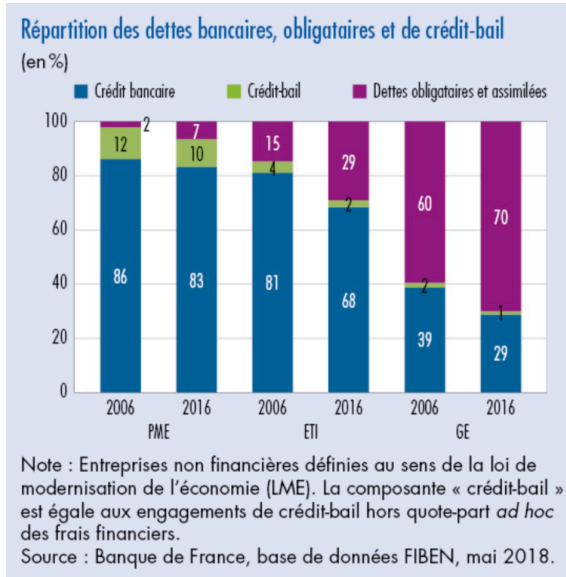
ETI : Entreprises de Taille Intermédiaire

GE : Grandes Entreprises

SCI : Sociétés Civiles Immobilières

Source : Banque de France.

La part du crédit bancaire est plus importante en termes relatifs dans le financement des PME que dans le financement des grandes entreprises. Ces dernières ne se financent pas comme les PME qui ont davantage besoin des crédits bancaires tandis que les grandes entreprises recourent davantage au financement par le marché.



Pour les PME, la majeure partie du financement provient du crédit bancaire tandis que pour les grandes entreprises, qui ont plus facilement accès au marché, recourent davantage au financement par des dettes obligataires (et assimilées).

Pour les PME, quand les conditions de crédit se dégradent, elles ne peuvent pas remplacer le crédit bancaire par un autre mode de financement.

En situation de crise, les grandes entreprises auront la possibilité de se relever plus facilement car elles arrivent à mieux gérer la contrainte financière du fait de ce financement diversifié, elles se relèveront plus facilement que les PME qui subiront leur contrainte financière devenue plus forte.

En Europe, la Commission européenne veut réduire l'indépendance au financement bancaire → projet d'union des marchés de capitaux lancé peu après 2014. Elle dit que les entreprises européennes sont trop dépendantes au financement bancaire, on doit lever cette dépendance.

En réalité, cette diversification du financement dépend de la taille des entreprises :

- elles ne se changent pas du jour au lendemain,
- tissu productif constitué uniquement de grandes entreprises, parts de marché plus importantes, concentration du marché, ce qui implique dans des périodes inflationnistes, des boucles.

⇒ **boucle prix-profit**, les entreprises qui ont un pouvoir de marché peuvent répercuter la hausse des coûts de production sur leur prix de vente, le secteur productif s'est concentré, ce qui explique l'existence de cette boucle. Cela peut contribuer à faire durer l'inflation.

2. Les fonctions du système financier

Ces fonctions font partie d'une typologie établie par Robert Merton et Zvie Bodie.

Ils soulignent que les fonctions d'un système financier sont facilement dénombrables (6). On les retrouve dans tous les systèmes financiers et quelque soit la période, les fonctions sont stables dans le temps et dans l'espace (géographiquement).

La dynamique des systèmes financiers est portée davantage par les institutions qui remplissent ces fonctions. Les enveloppes institutionnelles changent.

En revanche, il y a une relative **stabilité fonctionnelle** (et **dynamique institutionnelle**)

A. Définition et fonction de base du système financier

Le **système financier** désigne l'ensemble des intermédiaires et des marchés financiers, mais aussi des mécanismes institutionnels (réglementations, systèmes de compensations, régime de change...), qui rendent possible les échanges financiers et qui participent à leur bon déroulement.

Sa fonction de base est d'allouer au mieux les ressources. Le système financier n'est efficace que s'il participe à la bonne allocation efficace des ressources. Pour permettre la bonne allocation, le système financier doit remplir 6 fonctions primordiales. Ces auteurs soulignent cette stabilité dans le temps et dans l'espace de ces fonctions.

Ce sont les fonctions caractéristiques de tout système financier mais elles doivent être bien remplies pour que le système financier remplisse au mieux sa fonction d'allocation des ressources. On a une dimension normative.

B. Système de paiement

Si on n'a pas un système de paiement efficace, on ne peut pas effectuer des achats, on ne peut pas échanger (donc pas d'économie d'échange).

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

- Mise en circulation d'instruments de paiement (monnaie métalliques, monnaies papier, monnaie scripturale, ...)
- convertibilité des monnaies
- gestion des moyens de paiements (rôle clé des banques)

- systèmes de compensation interbancaires

On a une plus grande efficacité du système de paiement portée par la dématérialisation, le système de paiement évolue dans le temps avec la dématérialisation des :

- signes monétaires : de l'or aux monnaies de papier, puis à la monnaie scripturale
- instruments de paiement : chèque, avis de prélèvement, virements automatisés, prélèvement automatique.

C. Collecte de l'épargne

Le système financier doit aussi permettre la collecte de l'épargne. Il offre des mécanismes de mise en commun, ou d'agrégation de la richesse des ménages et en faire une ressource en capital utilisable par les entreprises.

L'analyse du fonctionnement des systèmes financiers repose très souvent sur une analyse simple en termes de fonds prêtables (il y a des ressources existantes, on doit la collecter, agréger, pour pouvoir la canaliser vers l'investissement des entreprises), l'offre va vers la demande. Or, on ne voit pas le pouvoir de création monétaire des banques et des banques centrales.

Qui remplit cette fonction de mise en commun ? Ce sont les banques, les intermédiaires financiers mais aussi les marchés monétaires et financiers et qui mettent en commun les fonds d'épargnants, d'investisseurs qui doivent aller à la demande fonds prêtables.

La fonction dont on parle est remplie par des institutions différentes qui remplissent cette fonction à leur façon. La collecte de l'épargne s'opère d'une manière différente au sein des banques, des marchés financiers...

D. Transfert des ressources

Le système financier permet la bonne allocation des ressources à partir du moment où il y a des moyens de transfert de ressources économiques dans le temps, dans le monde et entre les agents (entre les entreprises notamment).

Les prêts et les emprunts sont des instruments de transferts inter-temporels de ressources (entre ceux qui en ont et ceux qui n'en ont pas).

Le fait de permettre la mobilité des capitaux à travers les pays permet d'étendre géographiquement ces possibilités de transferts de ressources et cela participe à des investissements internationaux.

E. Gestion des risques

Le système financier ne transfère pas que des fonds mais aussi des risques.

Il doit permettre ce transfert de risque entre des agents qui ont besoin de se couvrir des risques et d'autres agents qui acceptent de porter ce risque ou précisément le cœur de métier est la prise de ces risques. Par exemple, un contrat d'assurance transfère le risque sur la compagnie d'assurance.

Ce sont des activités de prise en charge de risque, de gestion de risque. Mais, ce transfert de risque s'opère aussi à travers les investissements que réalisent les actionnaires et les créanciers.

Quand un actionnaire prend une part du capital d'une entreprise, il vient partager le risque associé à l'activité de l'entreprise. Lorsqu'un créancier achète un titre obligataire, il prend une part du risque de l'entreprise. Quand une banque accorde un crédit elle a aussi à gérer un risque associé à l'activité financée par ce crédit, le risque que cette activité s'échoue, que l'emprunteur fasse défaut, ne rembourse pas son crédit.

Il y a également des segments de marché qui sont dévolus à ces transferts de risque (exemple : marché des produits dérivés). Tous les produits dérivés sont des instruments de transfert de risque. Il y a des spéculateurs qui essaient de tirer profit du risque.

F. Production d'informations

Le système financier produit, de différente manière, des informations nécessaires aux décisions financières des agents.

Il y a une production d'information "publique" c'est à dire une information connue par tous sur le marché, c'est l'information véhiculée par les prix de marché, ce sont des vecteurs d'informations. Normalement, sur un marché, si le prix d'une action monte, c'est censé refléter des perspectives de profits de l'entreprise émettrice. Si le prix de marché monte, c'est parce que beaucoup l'achètent → perspectives de profit élevé.

Les investisseurs sur le marché font leur recherche d'information, ils prennent des décisions financières bien informées, le prix de marché conduit ces informations.

Les taux d'intérêt et les taux de change contiennent aussi des informations (publiques).

Il y a également des informations privées c'est à dire des informations qui ne sont pas celles que l'on observe à travers le prix de marché mais produites par des agences de notation (risque de défaut des emprunteurs). Une fois qu'elle est délivrée, elle est observable par tous mais elle est produite par des agences privées.

Les banques réalisent également de la production d'informations en gérant les comptes de leurs clients, en établissant des systèmes d'évaluation, de notation...

G. Résolution des problèmes d'incitation

Les problèmes d'asymétrie sont liés :

- aux asymétries d'information relatives à la qualité de l'emprunteur (sélection adverse) et à l'usage qu'il fait des fonds prêtés (aléa moral)

⇒ Pour remédier à ce type de problèmes, il faut de la production d'information, des dispositifs de garantie, des collatéraux, des prises de participation, des contrats de prêts incitatifs, cautionnement ...

- aux conflits d'agences : il peut aussi y avoir dans le cadre de gouvernance des entreprises, des conflits d'agence quand les managers n'agissent pas dans l'intérêt des actionnaires, cela implique de mettre en place des mécanismes permettant d'aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants d'entreprise (au coeur des principes de gouvernance anglo-saxons).

⇒ Les solutions apportées sont des rémunérations indexées sur la performance de l'entreprise (stock options par exemple), OPA/OPE.

3. Typologie et structure des systèmes financiers

A. Systèmes orientés banques/orientés marché

L'opposition de ces systèmes est à l'origine d'un clivage.

L'élément séparateur de systèmes financiers n'est pas banques vs marchés financiers mais plutôt intermédiaire bancaire vs intermédiation financière non bancaire et même ce critère de différenciation s'est brouillé du fait du développement du shadow banking.

Ce qui caractérise les systèmes financiers est une hybridation très forte entre intermédiation et marché et au sein même de l'intermédiation : intermédiation bancaire vs non bancaire. C'est cette hybridation qui s'est renforcée au cours de ces dernières décennies.

Elle repose sur une ancienne distinction des années 70. John Hicks en 1974 distingue les économies d'endettement où prédominent un financement des entreprises auprès des banques et des économies de marché de capitaux où les entreprises se financent davantage via des fonds propres.

Cette distinction a été déformée et est devenue une distinction entre économie d'endettement et économie de marché de capitaux ou systèmes orientés banques et systèmes orientés marchés.

- **Bank-based system/Market-based system**

Les systèmes orientés banques sont des systèmes qui se caractérisent par la prédominance des banques à la fois dans le financement de l'économie et dans le gouvernement de l'entreprise.

Tandis que les systèmes orientés marchés, ce sont des systèmes caractérisés par des marchés de titres.

B. Caractéristiques d'un système orienté banque

Les agents à capacité de financement et à besoin de financement se rencontrent par le biais des intermédiaires financiers et en particulier des banques.

Les relations de financement prennent essentiellement la forme de relations bilatérales entre agents financiers et intermédiaires financiers sur la base d'informations privées produites par les intermédiaires financiers.

La gestion des risques repose plutôt sur la mutualisation et repose également sur la diversification de financement offerts par ces intermédiaires financiers.

Au niveau des entreprises, de la finance d'entreprise, le capital des entreprises dans des systèmes orientés banque serait assez fortement concentré, c'est-à-dire détenu par un petit nombre de gros actionnaires.

Le contrôle des entreprises, sa gouvernance, reposerait sur le contrôle de ces gros actionnaires et passerait également par le contrôle opéré par les banques. Si les entreprises se financent essentiellement par le crédit bancaire, alors les banques contrôlent la gouvernance de ces entreprises par le rôle majeur qu'elle joue dans leur financement.

Cela serait plutôt le cas des pays européens selon ces auteurs. Mais c'est loin d'être évident.

C. Caractéristiques d'un système orienté marché

La rencontre entre agents à capacité de financement et à besoin de financement ne s'opère pas par les intermédiaires mais directement sur les marchés de capitaux, cela se traduit par des relations de financement multilatérales, on passe à une multitude d'investisseurs sur les marchés.

Ces relations sont fondées sur une information publique (prix de marché).

La gestion des risques s'opère par transfert de risque et par diversification (les investisseurs diversifient leur portefeuille).

Le capital des entreprises est beaucoup plus fragmenté car on a plus d'actionnaires, le capital des entreprises est beaucoup mieux "partagé" entre un grand nombre de petits actionnaires.

Les dirigeants de ces entreprises seraient soumis à la discipline de marché, donc la discipline exercée par les investisseurs à travers leur décisions d'arbitrage rendement risque, mécanismes incitatifs qui permettent d'aligner les intérêts des managers et des actionnaires (exemple : stock option).

Ce type de système se caractériserait par un système bancaire étroit et spécialisé avec des banques d'affaires d'un côté et des banques commerciales de l'autre alors que dans le système précédent, les banques étaient de plus grande taille avec une palette d'activités beaucoup plus large. La part des banques au sein du système financier est plus petite et le secteur bancaire est plus spécialisé.

Le cas des pays anglo-saxons ?

D. Which is better ? Levine 2002

Économiste en chef de la Banque mondiale.



Market based ?

Bank-based ?

Ou



Il a nourri ce clivage et a participé de temps en temps à sa remise en question.

Il se demande si la structure du système financier importe. La structure c'est la part des banques vs la part des marchés de capitaux.

Est-ce que, ce qui importe, pour le bon fonctionnement du système financier et sa contribution à la croissance économique, un système orienté banque ou orienté marché ?

En réalité, les systèmes orientés marchés reposent sur une gouvernance à l'anglo saxonne, et les systèmes orientés banques sont censés fonctionner avec une gouvernance à l'européenne, finalement, à travers la caractérisation de ces systèmes c'est aussi la caractérisation d'un système de gouvernance qui est mis en lumière.

Levine a cherché à faire la promotion de la gouvernance à l'anglo saxonne (libéralisation) mais il a également produit cet article où il s'interroge sur lequel de ces deux est le meilleur.

- **Le développement financier dépend-il de la structure du système financier ?**

Est-ce que l'une de ces deux orientations permet un développement financier plus important ?

Le développement financier est l'accès à une gamme étendue de services financiers.

La banque mondiale a construit une base de données visant à mesurer le développement financier des pays.

Le développement financier, comment cela se mesure-t-il ? Il est mesuré par des indicateurs.

- **Indicateurs de développement financier**

Au sein de chaque dimension, il y a différentes choses à mesurer :

- L'intermédiation financière : la taille, l'activité, l'efficacité, la concentration des intermédiaires financiers
- Les marchés financiers : taille, activité, efficacité des marchés des titres.

- **Indicateurs de développement de l'intermédiation**

Ces variables ont été utilisées dans des études empiriques pour regarder la relation entre structure du système financier et développement financier, entre structure du système financier et croissance économique...

Indicateurs de taille : actifs des banques / PIB, actifs des IF/PIB, ...

Indicateur d'activité : crédits / PIB, dépôts / PIB, primes d'assurance / PIB

Indicateur d'efficience : Marge d'intermédiation / Actif total des banques; Frais bancaires généraux / Actif total des banques

Indicateurs de concentration : actif des 3 ou 5 plus grandes banques / Actif total du secteur

Indicateur crédit/PIB → souvent pris dans les études empiriques pour regarder l'incidence du développement financier sur la croissance.

- **Indicateurs de développement des marchés de titres**

Indicateurs de taille :

- Capitalisation boursière/PIB
- Actions émises/PIB
- Obligations/PIB

Avec le développement des plateformes alternatives, cela devient compliqué d'avoir des mesures fiables.

Tous ces indicateurs augmentent avec le niveau de revenu. La littérature a cherché à montrer le lien entre le développement financier et le développement économique.

Indicateurs d'activité et de liquidité :

- Volume total des transactions/PIB

Indicateur d'efficience :

- Volume total des transactions boursières/capitalisation boursière

⇒ Un petit marché mais assez actif aura un ratio élevé, tandis qu'un grand marché mais peu actif ou peu liquide présentera un ratio faible.

Beck, Levine, Demirguc-Kunt (1999,2009)

Tous ces ratio ont été mis en avant par la Banque mondiale, rassemblés dans une base de données qui est développée à partir de la fin des années 90's.

Les promoteurs de cela sont : Beck, Levine, Demirguc-Kunt.
Ils utilisent ces ratios pour comparer le développement financier des pays.

Ils cherchent à montrer le lien entre développement financier et développement économique.

En 1999, Levine et Demirguc font un travail de classement des pays en fonction de cette typologie (orientés banques/marchés).

Le ratio de structure financement est construit en prenant un indicateur du développement du secteur bancaire rapportée à un indicateur du développement du secteur financier.

Le classement qu'ils effectuent repose sur l'observation du ratio : développement du secteur bancaire (*actif des banques/PIB*)/développement du marché boursier (*capitalisation boursière/PIB*).

Ils utilisent ce ratio comme un indicateur de structure du système financier. Si le ratio est plus élevé que la moyenne des pays, alors ce pays est classé en système orienté banques et inversement.

Là où les actifs bancaires sont relativement plus élevés par rapport à la capitalisation boursière (en rapport avec la moyenne) → système orienté banques.

Mais, il y a un problème, un ratio élevé peut aussi bien s'expliquer par un développement important du secteur bancaire que par un sous-développement des marchés de capitaux.

D'où la nécessité de distinguer entre les pays à niveau faible de développement financés et ceux à niveau élevé.

En dessous de la valeur médiane du développement de l'intermédiation et du développement des marchés boursiers, le pays appartient à la catégorie peu développée financièrement.

On a trois catégories de structure financière : peu développée, orientation banque, orientation marché.

- **Leurs principaux résultats**

Ils mettent en avant que banques, intermédiaires non bancaires et marchés de titres sont plus importants, plus efficaces, plus actifs, dans les pays riches. Le développement financier va de pair avec le niveau de développement économique.

Les systèmes financiers sont en moyenne plus développés dans les pays les plus riches.

Dans les pays à haut revenus, les marchés boursiers tendent à être plus efficaces que les banques.

Et, à partir de leur classement, ils mettent en avant qu'à mesure qu'ils s'enrichissent, les pays convergeraient vers l'orientation marché.

On a une dynamique des systèmes financiers avec, pour des pays avec revenu faible, plutôt des systèmes orientés banques et à mesure qu'on a du développement économique, on a une évolution vers une plus grande orientation marchés.

Au plan institutionnel, la tradition juridique de Common Law (jurisprudence), la protection des petits actionnaires, la présence de standards comptables, un faible niveau de corruption, et l'absence de garantie explicite des dépôts favoriseraient l'orientation marché.

Pour eux, la tradition juridique de Common Law serait plus caractéristique des systèmes orientés marchés.

À l'inverse, la tradition juridique de "French Civil Law tradition" c'est-à-dire une faible protection des petits investisseurs, l'absence de clauses de bonne exécution des contrats, des niveaux élevés de corruption, l'absence ou l'insuffisance de standards comptables, l'existence de réglementations bancaires strictes seraient des obstacles au développement financier.

- Remarques

Ces résultats sous-tendent une vision très linéaire du développement financier, on ressort avec l'idée que :

- Les pays peu développés sont des systèmes orientés banques ou des systèmes financiers sous-développés.
- Les pays riches sont des systèmes financiers orientés marchés.
- Le développement économique amène une orientation marché.

C'est une vision qui est assez limitée car elle ne permet pas d'appréhender le développement concomitant des intermédiaires financiers et des marchés de capitaux dans les années 1990, en particulier en Europe. Là où l'activité bancaire était prédominante jusque dans les années 70, ensuite, se sont développés des marchés de capitaux, or, ce développement n'a pas réduit l'activité bancaire mais a permis une hybridation.

- Levine 2002

En 2002, il aborde la question différemment.

Il vise à montrer que ce qui compte pour le développement économique c'est avant tout le développement financier dans son ensemble, peu importe la structure. La bonne question est de savoir s'il y a suffisamment de développement financier. Il met en avant les différents

points de vue et finit par montrer que finalement la question qui fait le titre de son article n'est pas la question pertinente.

Pour arriver à cette conclusion, il réalise une étude sur la base d'indicateurs évoqués.

- **Différents points de vue théoriques sur la question**

Il essaie de passer en revue différentes approches :

- **"Bank-Based View" : vision orientation banque**

Pour	Contre
<ul style="list-style-type: none">● Les banques sont supérieures aux marchés dans la production d'information (Stiglitz, 1985 → pb de passer clandestin / info par les prix de marché)● Les banques permettent aux ménages de s'endetter et de gérer leur risque de liquidité → favorable à l'investissement et à la croissance● Agrégation de l'épargne et réalisation d'économie d'échelle● Meilleure capacité à contrôler les entreprises et à les contraindre à rembourser car relations de LT	<ul style="list-style-type: none">● "Too big to fail"● Problèmes de collusion entre les banques et les entreprises qu'elles financent au détriment des épargnants● "Exploitation de rente", défavorable à l'innovation, obstacles à la concurrence

Pb de passager clandestin, quand les investisseurs partent du principe que le prix de marché est un bon vecteur d'information, ils vont de moins en moins aller chercher l'information.

Si tout le monde fait comme ça, le prix de marché se vide de l'information qu'il est censé contenir.

"too big too fail" plutôt caractéristique de l'évolution de l'intermédiation bancaire partout dans le monde.

- **"Market-Based View" : vision orientation marché**

pour	contre
<ul style="list-style-type: none">● Des marchés dynamiques et profonds incitent les investisseurs à y rechercher des placements car ils peuvent facilement en tirer profit● Mécanismes de bonne gouvernance (effet disciplinant des OPA/ OPE); possibilité d'indexer la rémunération des managers sur la performance des entreprises cotées● Diversification des risques	<ul style="list-style-type: none">● La révélation de l'information par les prix de marché peut réduire l'incitation des investisseurs à rechercher de l'information● La liquidité du marché peut finalement décourager un contrôle rigoureux des entreprises émettrices car les investisseurs peuvent se débarrasser facilement de leurs titres.

Liquidité du marché → investisseurs peuvent revendre les titres qu'ils achètent les

encouragent à aller en acheter mais aussi les désinciter à participer au contrôle de l'entreprise, à sa gouvernance. Au moindre problème, un actionnaire va vendre son titre.

- ***“Financial services view” : vision services financiers***

Ce qui importe ce n'est pas l'orientation mais le fait de disposer de contrats financiers par le biais de marché, permettant de réduire les imperfections de marché.

L'ensemble de ces arrangements améliore la liquidité et le partage de l'information, l'exercice du contrôle, et facilite la mobilisation de l'épargne.

- ***“Legal system view” : vision traditions juridiques***

Il souligne le rôle du système légal pour promouvoir le développement financier.

Se représente la finance comme un ensemble de contrats, pour qu'ils soient bien respectés, tradition juridique importante. Les systèmes légaux déterminent la plus ou moins grande facilité avec laquelle les contrats financiers peuvent être conclus.

Laquelle de ces différentes approches est la plus propice au développement économique et laquelle permet le mieux de comprendre les différences de développement économique ?

- **Levine teste plusieurs relations**

La première relation relie la performance économique (croissance du PIB/tête) à la structure financière (développement des marchés boursiers/développement des banques).

La seconde relation relie la performance économique au développement financier dans son ensemble (testé deux fois : une fois sans puis une fois avec instrument “variable légale”).

La troisième relation fait intervenir ces deux variables explicatives dans la même équation.

La quatrième relation teste l'interaction entre structure financière et niveau de revenu suivant Boyd et Smith (1998) qui suggèrent que l'orientation banque serait importante à des stades peu avancés du développement économique et qu'en devenant plus riches, les pays tendraient vers une orientation marché de leur système financier.

La cinquième fait interagir la structure financière et une variable “légale” (indice du développement du système légal) suivant l'hypothèse de Rajan/Zingales : là où les investisseurs sont les mieux protégés (anglo-saxons), les systèmes financiers sont plus forts.

- **Résultats**

La structure du système financier n'est pas la variable explicative pertinente.

Les différences de performances économiques des pays ne s'expliquent pas par des différences de structure financière.

Ce qui permet, selon Levine, de distinguer les différences des pays en fonction de leur différence de performance économique, ce sont des différences en termes de développement financier.

Levine nous dit que les pays qui se caractérisent par un niveau de développement financier plus élevé que cela soit le développement de l'intermédiation ou des marchés, se caractérisent aussi par un niveau de croissance économique plus élevé.

La composante du développement financier expliquée par des variables légales est positivement reliée à la croissance de long terme. Cela tend à montrer que le cadre légal influence de manière significative le développement financier qui lui-même influence la croissance de long terme.

La tradition juridique participe au développement financier et donc au développement éco. Le cadre légal influence de manière significative le développement financier qui va de pair avec la croissance de long terme.

- **Éclairage sur les déterminants juridiques des systèmes financiers**

Certains sont critiques vis-à-vis de cette littérature qui aboutit à la construction d'une sorte de fable "la fable du système légal".

Article de 1997 → Les auteurs (La Porta, Lopez De Silanes, Shleifer, Vishny) s'appliquent à mettre en évidence l'importance du cadre juridique pour le développement financier et sous entendu pour la croissance économique. Il mettent en avant l'idée qu'un système juridique anglo-saxon se traduit par des systèmes orientés marchés qui participent à un plus grand développement financier et progressivement, ce type d'analyse va servir à caractériser, dans les études empiriques, le développement financier.

Dans les études empiriques où on veut regarder le lien entre développement financier et croissance et où on cherche à montrer que DF → croissance et pas l'inverse, on est embêtés car les deux favorisent l'autre. Dans ces études, il faut neutraliser le problème de causalité inverse → problème d'endogénéité. Comme c'est un côté de la littérature qui dit que le développement financier dépend étroitement de la tradition juridique et qu'un système juridique efficace est un développement financier meilleur, on estime neutraliser le problème d'endogénéité. Ce côté de la littérature fournit une possibilité de fabriquer une variable instrumentale pratique.

La protection accordée aux investisseurs individuels est un déterminant important de la faisabilité des contrats financiers. Sous entendu, dans la tradition juridique qui protège le

mieux les investisseurs, on va parvenir plus facilement à nouer des contrats financiers et le développement financier sera plus important. C'est ce que montre cet article, le modèle anglo-saxon fondé sur la jurisprudence favoriserait l'accès au financement car il protège mieux les investisseurs, il permet de conclure des contrats de manière plus flexible et il est plus adaptable.

Le système de Code Civil (français) serait un frein au développement et à l'enrichissement de relations financières car c'est un droit plus rigide, tout ce qui n'est pas écrit est interdit, plus centralisateur qui protège la puissance publique plutôt que les individus, moins soucieux des intérêts particuliers.

Il inciterait à la concentration du capital et conférerait plus de poids aux institutions financières mieux à même de prendre des garanties et de faire exécuter les contrats.

Le droit est un aspect important du développement des contrats financiers mais la littérature va beaucoup plus loin, elle va jusqu'à dire que la tradition juridique est un déterminant et même le déterminant principal du développement financier ce qui amène d'autres études empiriques à remplacer les variables pour résorber les problèmes d'endogénéité.

Beaucoup de travaux empiriques dans la lignée de La Porta visent à montrer la coïncidence entre la typologie des systèmes financiers et celle des systèmes juridiques.

Il est incontestable que la constitution et le respect d'un état de droit sont un préalable nécessaire au développement des contrats financiers.

À cet égard, la qualité de l'environnement juridique est un facteur important de croissance (Levine, 1999).

Cependant, la thèse de La Porta est loin de rendre compte de toute la réalité des systèmes de financement.

Il y a eu des transformations de la structure financière importantes sans que le droit change fondamentalement. Par exemple, si on prend les évolutions qui ont eu lieu en Europe au niveau financier, les marchés de capitaux se sont largement développés à partir des années 80's sans que la tradition juridique ne change. Explication assez caricaturale.

Au début du 20^e siècle, divers pays d'Europe Continentale ont connu la première globalisation financière, marchés de titres assez développés qui se contractent avec 14-18 puis la crise de 1930, les banques vont dominer le système financier jusque dans les années 70's, puis libéralisation financière, développement des marchés de capitaux via des réformes mais structurellement, la tradition juridique ne change pas.

Dans ces mêmes pays, on a assisté, au cours de ces 20 dernières années, à un retour des financements de marchés sans que l'on observe de changements majeurs dans les droits nationaux.

On peut assister à des changements importants dans la dynamique d'un système financier sans que la tradition juridique n'évolue. C'est une caractéristique très inerte.

Manifestement, la "french civil law" n'a pas empêché la profonde transformation de notre système financier.

Un même cadre juridique peut donc s'appliquer à des architectures financières très différentes.

Le droit est un déterminant important mais il n'est pas exclusif.

Ces travaux ont montré l'importance de la tradition juridique et son aspect déterminant dans la structuration des systèmes financiers. Ils ont cherché à montrer que la tradition juridique de Common Law était la plus favorable au développement des systèmes financiers et que la tradition juridique de Civil Law était plutôt un obstacle au développement du système financier car c'est beaucoup plus centralisateur et rigide.

En offrant une sorte de déterminant des systèmes financiers, dans d'autres travaux cherchant à établir un lien de causalité entre les deux, très souvent, la variable de développement financier a été instrumentée économétriquement par une variable légale, représentative du droit permettant d'avoir une variable ne dépendant pas de la croissance du développement économique.

Ce lien a fait l'objet de remise en question à partir de la crise financière 2007-2008.

- **D'autres déterminants importants**

Ces déterminants ont aussi fait l'objet d'études.

Culture (via notamment le rapport au risque, à l'incertitude) → orientation des systèmes financiers, là où l'aversion au risque serait plus grande, aversion à l'incertitude plus grande, on serait dans des systèmes orientés banques et inversement.

Religion → importance du protestantisme dans le développement des marchés financiers des structures orientées marchés.

Structure productive → Plus déterminant/important, là où on a un tissu productif constitué plutôt de PME, on va avoir une plus grande dépendance au secteur bancaire et des systèmes financiers reposant davantage sur les banques que là où le tissu productif repose sur de

grandes entreprises. Quand la structure productive est surtout composée de PME, ces dernières ont besoin des banques beaucoup plus que des marchés, la structure du système financier sera davantage une structure bancaire.

Type de protection sociale → système de retraite par capitalisation, on va avoir besoin d'intermédiaires financiers (fonds de pensions) qui ont besoin de marchés financiers. Et répartition, on n'a pas besoin de fonds de pension (ou peu besoin), et donc moins besoin de marchés financiers.

22.11

E. Désintermédiation ?

Des années 1980 jusqu'aux années 2000, l'analyse qui prévalait était que cela allait entraîner une diminution du rôle des banques → désintermédiation. C'est une diminution du rôle des intermédiaires financiers.

La diminution du rôle des intermédiaires financiers, et surtout des banques, a souvent été présentée comme un phénomène moteur de la globalisation financière.

Ce processus a été désigné sous le terme de "désintermédiation financière" supposé décrire une diminution notable des financements intermédiés dans le total des financements des entreprises.

Empiriquement, ce n'est pas ce qu'on a constaté. On a constaté le maintien de la part des financements intermédiaires et ils ont conservé une part relativement stable en Europe (autour de 70%).

Si on regarde la part des financements intermédiés, c'ad offert par les intermédiaires financiers à des agents non financiers, on observe dans certains pays et dans la période forte de la mutation financière, une diminution de la part relative des crédits mais compensée par une augmentation de la part relative des titres achetés par les intermédiaires financiers.

L'Europe est censée être représentative des systèmes orientés banques, on pensait que cette orientation allait se déformer et converger vers une orientation marché.

En % des financements externes des ANF (1994-2001)

Crédits

- Allemagne : 62%→56%
- Belgique : 31%→25%
- Espagne : 42%→ 44%
- France : 42%→34%
- Suède : 41%→38%
- R-U : 34%→43%
- **Europe : 44%→43%**

• Titres achetés par les IF

- Allemagne : 10%→20%
- Belgique : 22%→27%
- Espagne :23%→ 24%
- France : 22%→29%
- Suède : 38%→26%
- R-U : 27%→31%
- **Europe : 23%→25%**

Au milieu des années 1990, la part du crédit dans les financements externes des agents non financiers a baissé dans certains pays (voir France). Mais, la part des titres achetés par les intermédiaires financiers passe de 22 à 29%.

En réalité, c'est stable, c'est à l'intérieur des composantes que cela varie.

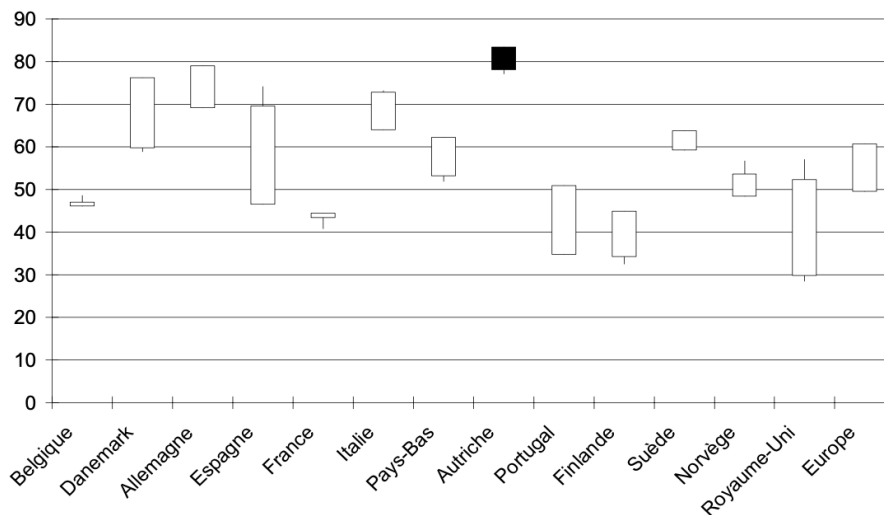
Il ne faut pas se contenter de regarder cela au niveau de l'ensemble des agents financiers, il faut décomposer par secteur.

Ce sont les APU (État) qui ont remplacé du financement par crédit par du financement par émission de titres et le développement de l'intermédiation est largement porté par l'évolution de l'investissement des APU.

La hausse des besoins de financement des APU a augmenté le poids des APU (et de leur comportement financier) dans les financements externes de l'ensemble des ANF : les effets de structure (changement dans la composition des financements externes) sont supérieurs aux effets de variation pure (changement dans les comportements financiers de tous les agents).

Au niveau des entreprises :

Evolution de la part des crédits dans les financements externes des SNF



La hauteur du chandelier mesure la différence entre la part des crédits dans les FE des SNF en 1995 et celle en 2000 ; il est noir (blanc) en cas de baisse (hausse).

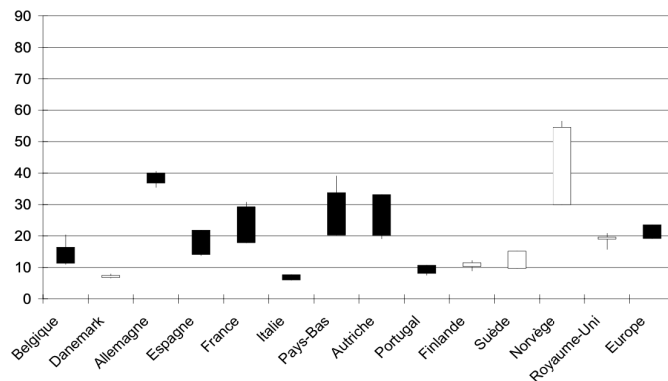
Chandelier blanc → augmente

Chandelier noir → baisse.

La part du crédit dans le financement externe des entreprises (SNF) a augmenté, il y a un seul pays pour lequel ça a diminué.

En revanche, pour les APU :

Evolution de la part des crédits dans les financements externes des APU



La hauteur du chandelier mesure la différence entre la part des crédits dans les FE des APU en 1995 et celle en 2000 ; il est noir (blanc) en cas de baisse (hausse).

L'évolution qu'on pensait être générale a essentiellement porté sur les APU

Il faut prendre les encours de financement en volume en les corrigeant des effets prix de valorisation boursière.

C'est un effet mécanique de la valorisation boursière souvent assimilé à tort à de la désintermédiation.

Exemple : ratio crédits/crédits+titres émis par ces agents non financiers, si on a des encours en valeur et en période de fort développement du marché boursiers, l'augmentation de la valeur des titres va faire baisser la valeur du ratio. On a confondu des déformations de la structure du financement avec le développement du marché boursier.

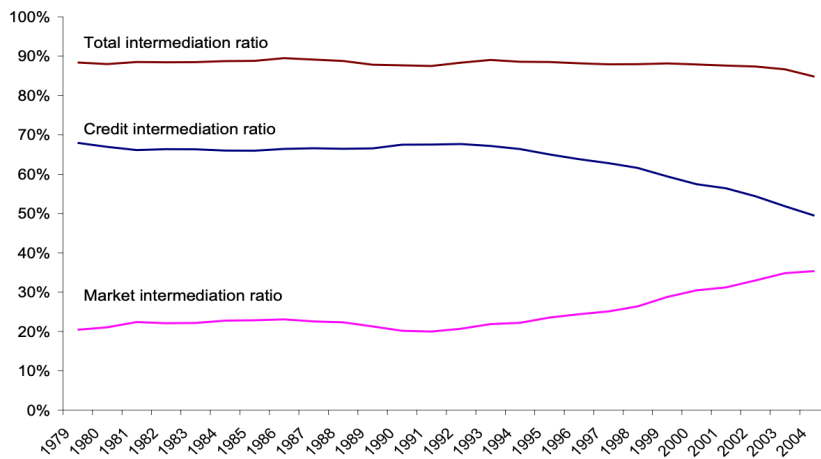
Exemple : évolution du taux d'intermédiation en France entre 1994 et 2001

- Part des crédits
 - valeur (estimation biaisée) : 42% → 22%
 - volume : 42% → 34%
- Part de l'ensemble des financements intermédiés
 - valeur (estimation biaisée) : 64% → 49%
 - volume : 64% → 62%

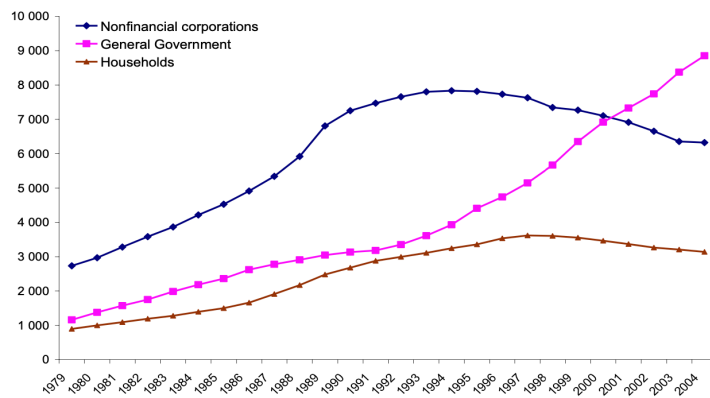
Forte part de la baisse dûe à des effets prix, valorisation boursière.

Une grande partie de la baisse reflète des effets de valorisation boursière.

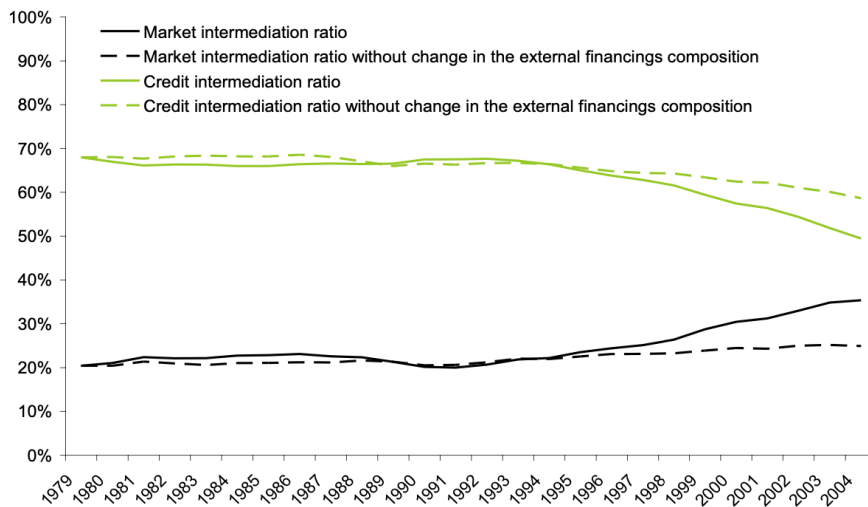
Japon : taux d'intermédiation



Japon : Financements externes par secteur



Japon : taux d'intermédiation (avec et sans effet de structure)



À partir des années 90, désintermédiation de crédit et intermédiation de marché. Il faut essayer de corriger l'effet de structure. Cet effet de structure est lié au fait que dans l'évolution des financements externes par secteur, ce sont les APU qui ont fortement augmenté (rose), à partir des années 1990, les financements externes des entreprises (bleu) se sont tassés puis ont diminué et pour les ménages, cela reste relativement stable.

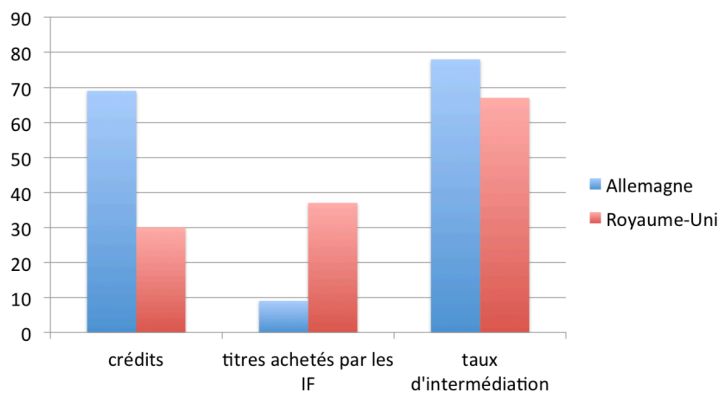
Les financements externes qui augmentent ce sont les APU. Or, le secteur qui a remplacé le financement par crédit par des financements de marché sont les APU.

Si on corrige l'effet de structure : ni la part du crédit dans les financements externes ni la part de marché dans le financement externe n'a réellement changé.

Il n'y a pas eu de convergence vers une orientation marché mais ce clivage marché vs banque empiriquement est très peu clivant, il est très peu discriminant. Il ne permet pas vraiment de différencier les pays les uns par rapport aux autres. Ce qui différencie les pays en termes de systèmes financiers, ce sont les écarts à l'intérieur du financement.

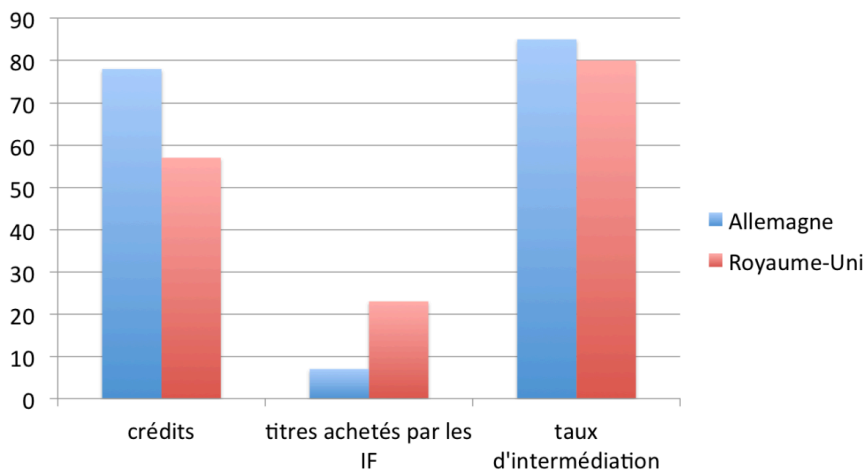
Quand on compare les structures de financement par pays, les écarts tiennent bien plus aux modalités de l'intermédiation elle-même, qu'à celles des financements externes dans leur ensemble.

Structure du financement des entreprises : Allemagne/R.U (1995)



En % du financement externe des SNF

Structure du financement des entreprises : Allemagne/R.U (2001)



En % du financement externe des SNF

Allemagne → censé être orienté banque

RU → censé être orienté marché.

Quand on regarde le taux d'intermédiation de ces pays, certes la part des financements intermédiés est plus élevée en Allemagne qu'au RU mais petite différence. Les différences ont plutôt à l'intérieur du financement intermédiaire, plus grande part du crédit dans les financements externes en Allemagne qu'au RU et plus grande part des titres achetés par les IF au RU qu'en Allemagne.

Sur la période, au niveau du taux global, il y a encore moins de différence au début des années 2000 et les différences restent quand même plus marquées à l'intérieur du financement intermédiaire.

Les systèmes financiers se sont développés avec une hybridation croissante des banques et des marchés et ce qui différencie les systèmes financiers c'est plus leur type d'intermédiation que la part de l'intermédiation. Dans certains systèmes financiers, on a une intermédiation plus bancaire mais quand même très présente sur les marchés et dans les systèmes anglo-saxons, on a une intermédiation non bancaire plus développée et très présente sur les marchés. S'il y a une convergence qui s'est opérée c'est plus à ce niveau-là. En France par exemple, l'intermédiation financière non bancaire s'est largement développée.

Au niveau des placements effectués par les ménages, ils sont restés assez largement intermédiés via l'assurance vie, les OPCVM..., on a peu de détention directe des titres en France. Les placements des ménages restent fortement intermédiés.

peu de détention directe de titres (actions)

Tableau 6. - Détention d'actions par les ménages en France et aux États-Unis, 1995-2003
(en % de leur patrimoine financier)

	Détention directe (*)		Détention indirecte (**)		Détention totale	
	France	États-Unis	France	États-Unis	France	États-Unis
1995	5,3	19,1	5,2	16,1	10,6	35,2
2000	5,8	22,9	11,5	22,4	17,4	45,3
2003	3,4	17,9	9,6	20,1	13,0	38,0

* Détention directe hors action non cotées.

** Détention indirecte *via* les investisseurs institutionnels (OPCVM, FCPE, autres fonds d'investissement et assurances-vie en unités de compte pour la France ; fonds de pension, compagnies d'assurance, *Mutual funds* et autres supports collectifs pour les États-Unis).

Sources : Banque de France, FFSA, AMF, *Federal Reserve*. Tableau réalisé à partir de : « Les tendances du patrimoine financier des ménages français », *Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers*, n° 13, avril 2005.

La détention directe n'a pas largement progressé. Elle a demeuré indirecte via des intermédiaires financiers.

- Complémentarité banques/marché

Si convergence il y a eu, ce n'est pas vers moins de banque mais vers une plus grande mixité banque/marché (vers plus d'intermédiation de marché).

La complémentarité IF/marchés est de plus en plus forte, les marchés sont porteurs d'activités pour les IF et les IF porteurs de liquidités pour les marchés.

Hybridation banque marché, développement de l'intermédiation de marché et dans ce développement, développement de l'intermédiation financière non bancaire. À l'intérieur de cette dernière, développement du shadow-banking.

4. La complexité du lien entre finance et croissance

- **La poule et l'oeuf**

Ce lien peut être caractérisé par l'expression : "poule et l'oeuf" → le lien va dans les deux sens.

Selon Schumpeter, le moteur de la croissance est l'innovation. Pour financer l'innovation, il faut des institutions financières. Selon lui, la finance permet l'innovation, ce qui permet la croissance.

Finance → croissance : "Les institutions financières sont nécessaires à l'innovation technologique qui sous-tend la croissance".

Pour Joan Robinson en revanche, la causalité est inversée : croissance → finance. Là où il y a de l'activité, il va y avoir des demandes de financement, c'est le développement économique qui va déterminer le développement de l'activité financière. "Là où la croissance conduit, la finance suit".

Les deux avaient raison mais les économistes de la Banque mondiale ont absolument voulu montrer que c'est Schumpeter qui avait raison et que le développement financier était propice à la croissance, il fallait donc tout faire pour permettre le développement financier. Politiquement, ils promeuvent une libéralisation financière.

Hicks, McKinnon, Shaw. Dans les années 1960-1970, des travaux attirent l'attention sur les politique de répression financière, expression reprise ces dernières années.

Répression financière → réglementation mep pour faciliter le financement de l'État, de la puissance publique.

Selon eux, cette répression financière ou le cadre de réglementation très stricte bridait le développement financier. Cela constituait un frein à la croissance.

Dans ce type de travaux, on avait deux questions mêlées :

- Le type de régulation financière à mettre en place
- Le lien entre finance et croissance.

Dans les années qui ont suivi, des études vont se concentrer sur le lien entre finance et croissance. Notamment une première étude empirique qui tente de clarifier les choses en 1969 (R. Goldsmith) en cherchant à identifier une relation statistique entre croissance et finance.

- **Résultats de Goldsmith (1969) et prolongements**

C'est la première étude empirique de ce type, il met en équation une variable représentative de la croissance moyenne de 36 pays au cours d'une longue période (1860-1963) avec, à gauche de l'équation, la variable expliquée (croissance moyenne) et à droite, la variable explicative qu'est le développement financier (valeur des actifs bancaires/PIB).

Son résultat est une corrélation positive et significative entre finance et croissance.

Cette première étude est très fruste mais elle va inspirer de nombreux prolongements :

- Choix de la variable de développement financier (dépôts/PIB, crédit/PIB, capitalisation boursière/PIB, ...)
- Variables de contrôle (niveau de développement initial, d'éducation, de politique économique).

"corrélation n'est pas causalité" ! → beaucoup d'études ont pensé apporter un résultat en termes de causalité sans prendre en compte le caractère d'endogénéité (les variables sont déterminées les unes par les autres).

- **Prolongements importants**

King et Levine 1993 → ils donnent raison à Schumpeter.

La taille du secteur financier est un indicateur de croissance économique.

L'étude concerne 77 pays pour la période 1960-1989 et montre que la taille du secteur financier en 1960 laissait présager la croissance économique, l'investissement et la croissance de la productivité au cours des trente années qui ont suivi. Même en tenant compte du revenu initial, de la scolarisation, de la consommation publique et de l'ouverture commerciale.

Le fait de prendre la taille du secteur financier en début de période pour voir ce que cela va entraîner par la suite, pour eux, ça suffit à montrer un lien de causalité.

Levine et Zervos 1998 → vont regarder le développement financier du côté du marché des actions, positivement corrélé à la croissance du PIB.

Ils se concentrent sur le marché des actions, et montrent que la liquidité du marché boursier (et non la taille du marché boursier) est positivement corrélé à la croissance du PIB.

La liquidité est mesurée via le taux de rotation ⇒ Valeur totale des actions échangées sur une période/valeur totale des actions cotées.

Leur étude porte sur 42 pays au cours de la période 1976 à 1993 et montre que le niveau initial du crédit des banques et le niveau initial de ce taux de rotation en 1976 présentent une corrélation positive et significative avec la croissance moyenne de la productivité sur la période 1976 à 1993.

- **Des données macro aux données sectorielles de la firme**

On va chercher des exploitations de données de firmes, sectorielles, notamment pour croiser le développement financier et la taille des entreprises. Cela aide à mesurer plus finement le lien entre finance et croissance.

Rajan, Zingales (1998) / Beck, Demirguc-Kunt, Laeven, Levine (2004) → montrent que les PME sont plus dépendantes du financement externe que les grandes et voient la croissance de leur productivité plus significativement améliorée par le développement financier. En particulier quand ce dernier est mesuré par une variable du développement du crédit.

- **Le consensus d'avant crise**

Tous ces travaux et leurs prolongements, pour la plupart réalisés à la Banque mondiale, vont aboutir à un consensus → là où il y a de la finance il y a de la croissance (corrélation), mais ce consensus s'est même forgé sur un lien de causalité entre finance et croissance : plus de finance entraîne plus de croissance. Ce consensus va largement appuyer la volonté politique de libéralisation financière.

- **Une relation positive jusqu'à un certain seuil**

Mais, finance → croissance ne marche que jusqu'à un certain seuil. Or, cette non linéarité, ce seuil au-delà duquel la relation peut se casser, s'inverse, n'a pas été interrogée jusqu'à 2008.

Étant donné que ces études aboutissaient à des résultats à rebours du consensus, elles étaient moins audibles.

Deviennent audibles à partir de la crise financière de 2007-2008. Cette crise est vécue comme une énorme bulle financière, excès de développement financier. C'est ce qui va donner plus d'audience à des études remettant en question ce lien entre finance et croissance.

Avant 2007, la thèse dominante était la relation positive entre finance et croissance de long terme car la finance permet d'améliorer l'allocation des ressources, elle favorise l'investissement...

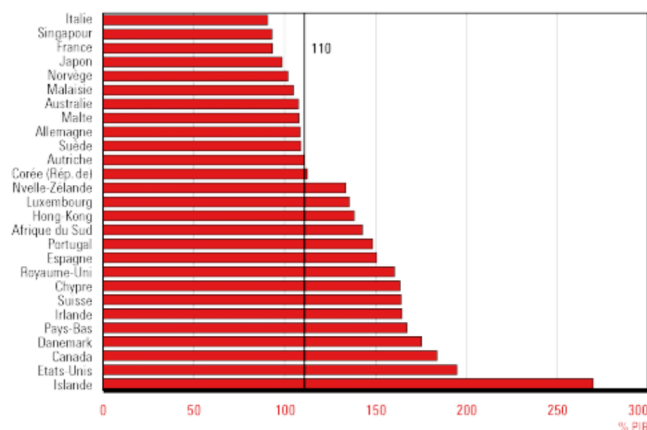
A partir de 2007, des études mettent en lumière les coûts économiques d'un excès de développement financier et vont être plus entendues lors de cette période.

- **Relation réexaminée depuis la crise financière de 2007-2008**

Arcand, Berkes, Panizza 2011 : Too much finance ? Oui, au delà d'un volume de crédit supérieur à 110% du PIB, la finance a des effets négatifs sur la croissance.

Ils montrent que le ratio crédit/PIB a considérablement augmenté et bcp de pays dépassent le seuil qui va ressortir dans leur étude.

Crédit au secteur privé dans les pays où ce crédit dépasse 90 % du PIB, 2006 (en % du PIB)



Source : Panizza (2012)

- **Too much finance ?**

Jusqu'au début des années 1990, moins de 5% des pays présentaient un indice de développement financier supérieur au seuil de 110% du PIB.

En 2006, 17 pays présentaient des secteurs financiers dépassant le seuil de 110% du PIB et 6 autres pays affichaient un crédit au secteur privé supérieur à 100% du PIB. Sur la période, on a un très large développement du crédit relativement au PIB.

Il existe un seuil à partir duquel la relation positive entre le développement financier et la croissance n'est plus statistiquement significative.

En dessous de ce seuil, on a une relation croissante entre finance et croissance et à partir de ce sens, la relation s'inverse. Le développement financier n'est plus favorable à la croissance, il faut mettre des "garde-fous" autour de la croissance et en particulier des normes de crédit car le développement financier est appréhendé à partir de cette variable.

Ces résultats suggèrent qu'il existe de nombreux pays pour lesquels des normes de crédit plus strictes pourraient favoriser la croissance (libéralisation financière).

- Effet de seuil

"Même si le développement financier est généralement bénéfique à la croissance économique, il existe un seuil à partir duquel la finance commence à avoir un rendement négatif, en raison, peut être, de l'accroissement de la volatilité macroéconomique qu'elle induit".

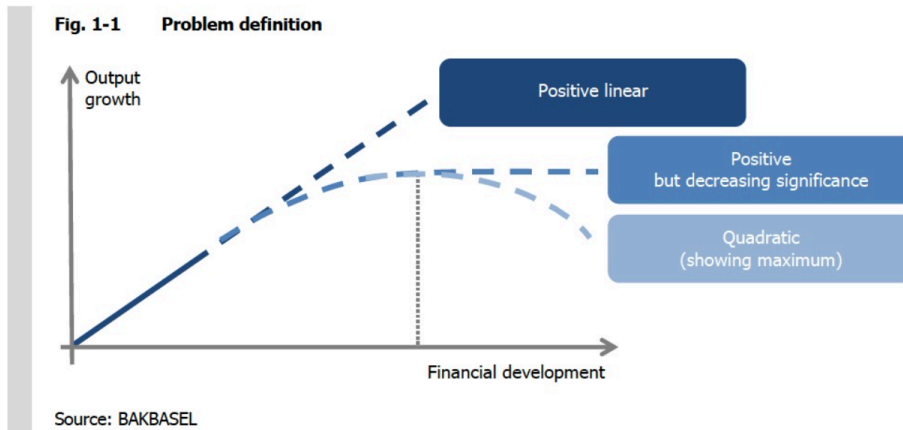
Dans ces travaux, on n'a pas beaucoup d'explications du pourquoi, au-delà de ce seuil, le lien se casse.

Ils n'ont pas vraiment le lien entre l'instabilité financière et l'excès financier.

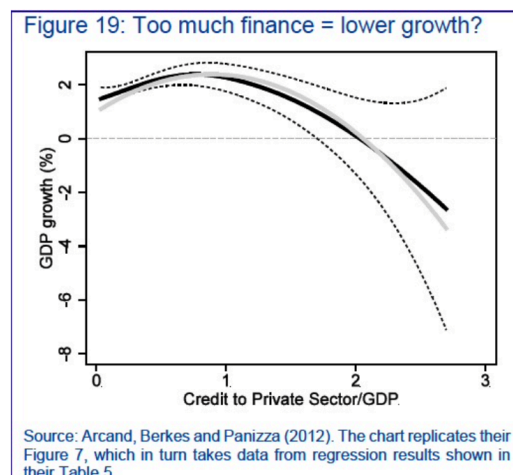
À la suite de ces auteurs, un certain nombre d'articles ont montré à peu près la même chose, au-delà d'un certain seuil, la finance commence à avoir un rendement économique négatif.

Rousseau et Wachtel 2011 → reprennent les études de la Banque mondiale et montrent que si on réplique ces études à des données plus récentes (développement financier plus important), on ne retrouve pas le même lien que ces études mettaient en évidence.

Cela conforte l'idée d'une relation non monotone entre finance et croissance.



Trop de finance = moins de croissance



Source : « Is Europe Overbanked ? », Reports of the Advisory Scientific Committee, n° 4, ESRB, juin 2014.

Ces remises en question restent effectuées à l'aune de la croissance, sous entendu qu'il faudrait retrouver un lien positif entre finance et croissance. On doit établir un lien positif entre la finance et les transformations économiques dont on a besoin.

Ecq l'objectif qui doit guider ces transformations est toujours un objectif de croissance ? Tout dépend de la croyance que l'on a. Est-ce que l'on peut découpler la croissance et les émissions de GES ? Ou énergies fossiles, ... Si on pense que oui, on peut établir une croissance verte, alors cet objectif de croissance peut demeurer auquel cas on doit trouver un lien entre finance et croissance verte. Si on n'y croit pas, alors il faut transformer nos économies en transformant l'objectif de croissance par un autre objectif (limites planétaires).

