

INTRODUCTION

LAURENT CLERC*
JÉZABEL COUPPEY-SOUBEYRAN**

L'occurrence de grandes crises financières, telle que celle que l'on vient de connaître, appelle inévitablement à s'interroger sur la nature des liens qu'entretiennent finance et croissance. De ce point de vue, il est intéressant de constater l'existence de deux champs dans la littérature économique, chacun centré sur l'étude de la finance dans une perspective macroéconomique, mais qui ont pourtant, jusqu'à très récemment, eu du mal à s'articuler. Le premier porte sur la relation causale entre finance et croissance. Il vise en particulier à étudier les effets structurels, à long terme, du développement financier sur le développement économique. La plupart des études qui y sont consacrées s'attach(ai)ent à démontrer que les différences de performances économiques s'expliquent en partie par des différences de développement financier. Le second se concentre sur les crises et l'instabilité financière, sous un angle plus cyclique et généralement à plus court terme. Il s'attache en particulier aux mesures du risque systémique et à la constitution de systèmes d'indicateurs avancés de crise. Il met en évidence le caractère endogène des crises financières et une forme d'instabilité inhérente au capitalisme financier. On peut également noter que ces deux pans de la littérature délivrent des analyses et des conclusions en apparence contradictoires : ainsi, ce que le premier pan utilise comme indicateur de développement financier (par exemple, le ratio « crédit/PIB ») est généralement considéré, dans le second, comme indicateur avancé de crises bancaires et financières. À titre d'illustration, l'article emblématique de Kaminsky et Reinhart

9

* Directeur de la stabilité financière, Banque de France ; professeur associé, Université Paris-Dauphine.
Contact : laurent.clerc2@banque-france.fr.

** Maître de conférences, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne ; conseillère éditoriale, CEPPII.
Contact : Jezabel.Coupey@univ-paris1.fr.

(1999) met en avant la croissance du crédit comme l'un des indicateurs avancés les plus probants des crises bancaires et de change. *A contrario*, une augmentation du volume de crédit va de pair avec une plus forte croissance économique dans les travaux hérités de King et Levine (1993).

Les différents articles rassemblés dans ce numéro de la *Revue d'économie financière* tentent de revenir sur la nature du lien entre finance et croissance à l'aune des enseignements tirés de la crise et de la relative instabilité de cette relation. Ils cherchent notamment à combler les lacunes qui subsistent dans notre compréhension du rôle de la finance et de ses interactions complexes avec l'économie réelle et visent, pour la plupart, à tenter de concilier les deux cadres analytiques parfois antagonistes mentionnés ci-dessus. Les enjeux sont considérables à un moment où les réformes mises en place après la crise commencent à produire leurs premiers effets, mais où s'élèvent des voix visant à en stopper la mise en œuvre – voire à les démanteler – au nom de la croissance qu'elles étaient pourtant censées rendre précisément plus robuste et soutenable ; considérables également à un moment où le débat s'engage sur la question de la pérennité de notre modèle de croissance dans un contexte de changement climatique, amenant inévitablement celle du financement de cette transition.

10

LA FINANCE : UN FACTEUR CLÉ DU DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE ?

Un premier groupe d'articles revient sur les enseignements tirés de la financiarisation croissante de nos économies et de ses effets sur le développement et la croissance économiques. Il existe de très nombreuses études empiriques établissant un lien positif entre le développement du système financier et le développement économique. Il est aisé de concevoir que le système financier, en facilitant le financement de l'économie par une meilleure allocation du capital et de l'épargne et en réduisant les coûts de transaction et d'information, contribue positivement à la croissance et au développement économique. Pour autant, les systèmes et les marchés financiers sont loin d'être parfaits ou complets. Les imperfections et les frictions financières peuvent être sources de dysfonctionnements, voire de mauvaises allocations des ressources, et conduire, dans des situations extrêmes, à des crises non seulement coûteuses, mais également récurrentes. Au-delà même, les dynamiques propres au fonctionnement du système financier induisent de l'instabilité. Toutefois, avant la crise, ces phénomènes d'instabilité financière, accrus par la libéralisation financière, étaient au mieux analysés comme le prix à payer d'une croissance économique plus

soutenue qu'en présence d'un cadre institutionnel, juridique, ou réglementaire bridant le développement financier. La crise a ébranlé ce type d'interprétation.

Les travaux de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) rassemblés par *Boris Cournède et Catherine L. Mann* montrent que le processus de financiarisation des pays de l'OCDE au cours des cinquante dernières années s'est accompagné de profondes transformations, dont notamment un fort basculement de la distribution du crédit en faveur des ménages et du financement de l'immobilier, au détriment du financement des entreprises et des investissements productifs ainsi, après 2000, qu'un assèchement de l'apport de capitaux par les marchés boursiers. Ces évolutions ont eu pour conséquence d'affaiblir la croissance de long terme. Les auteurs établissent ainsi une contribution négative du crédit bancaire à la croissance lorsque celui-ci se détourne du financement de l'investissement productif. C'est donc la structure et l'orientation des financements qui peuvent expliquer sur une longue période la contribution de la finance à la croissance. L'article justifie également le recours aux politiques macroprudentielles qui visent à prévenir la croissance excessive du crédit, en particulier dans le secteur immobilier, afin de préserver les conditions d'une croissance durable et soutenable.

Une idée battue en brèche est, par ailleurs, celle qui consiste à considérer que l'augmentation du volume des transactions est nécessairement le signe d'un bon fonctionnement des marchés financiers et favorables à la croissance économique. Avant la crise, les marchés d'actions ont connu une expansion hors norme : au niveau mondial, les échanges sur les marchés actions s'élèvent aujourd'hui à plus de 100 000 Md\$ chaque année, ce qui équivaut à près de 150 % du PIB (produit intérieur brut), contre seulement 5 % en 1975. *Gunther Capelle-Blancard* se concentre sur cette très forte hausse des transactions boursières observée depuis les années 1980. Celle-ci a longtemps été perçue positivement, comme reflétant une amélioration de la liquidité du marché qui permet de réduire les coûts de financement, avec *in fine* des conséquences favorables sur l'investissement et la croissance. Il montre cependant que l'effet marginal de l'augmentation des transactions financières est décroissant : au-delà d'un certain seuil, l'augmentation des transactions financières peut avoir des effets négatifs pour les entreprises, qui pâtissent du raccourcissement de l'horizon de placement des investisseurs, ainsi que pour les investisseurs. Comment dès lors justifier une telle expansion ? Même sous l'angle de la théorie financière moderne, la modération des transactions financières semble préférable, du fait de la grande difficulté à « battre le marché ». Quant aux travaux en finance comportementale, ils confirment que l'excès de transactions associé à

l'excès de confiance des investisseurs réduit leurs performances. En outre, l'hyperactivité des marchés secondaires (où les titres sont revendus et rachetés) contraste avec la relative atonie des marchés primaires (où les titres sont émis), ceux-là mêmes où les entreprises vont chercher leur financement. Il en conclut que seule une réforme en profondeur de l'organisation des marchés pourrait inverser la tendance.

Outre le fait qu'une forte augmentation des transactions boursières ne signifie pas nécessairement que le financement par actions suive la même tendance, toutes les entreprises n'ont pas accès au financement de marché. C'est notamment le cas des PME (petites et moyennes entreprises) dont le financement repose quasi exclusivement sur les banques. Or ces PME sont généralement considérées comme un moteur important de la croissance. Elles font cependant souvent face à des contraintes de financement et ont dans ce contexte été parfois lourdement affectées par la crise. Cette situation a justifié la mise en place de nombreuses politiques de soutien public. Dans son article, *Sebastian Schich* s'interroge sur les systèmes d'évaluation de l'efficacité des politiques publiques de soutien au financement des PME, à partir des résultats d'une enquête conduite par l'OCDE. Les implications de ces travaux sont riches d'enseignements : ils montrent en particulier des écarts importants entre pays en matière d'évaluation de l'efficacité des politiques publiques et un écart important avec ce qui pourrait être considéré comme des « bonnes pratiques ». Bien souvent, les décideurs concluent à des effets positifs des dispositifs publics sans disposer d'éléments concrets d'appréciation. L'une des conséquences potentielles est un soutien inapproprié des politiques publiques à des PME peu productives au détriment de celles qui pourraient contribuer positivement à la croissance économique.

12

LA FINANCE : UNE SOURCE DE FRAGILITÉ ?

La crise ne montre-t-elle pas finalement que l'instabilité financière n'est pas le prix à payer pour une croissance plus soutenue sur le long terme, mais la conséquence d'un excès de développement financier qui, au-delà d'un cycle économique, peut exercer des effets négatifs persistants sur la croissance des cycles économiques suivants ? Plusieurs contributions rassemblées dans ce numéro reviennent sur la question de la linéarité de la relation entre finance et croissance. Pour le dire simplement, « les arbres ne montent pas jusqu'au ciel » : au-delà d'un certain seuil, la finance n'entraîne plus la croissance. Bien au contraire, l'essor de la finance devient préjudiciable à la croissance économique en raison de l'instabilité qu'il engendre, sous la forme de crises bancaires et financières. Arcand *et al.* (2015) ont été parmi les premiers à ainsi

démontrer qu'au-delà d'un volume de crédit supérieur à 110 % du PIB, la finance a des effets négatifs sur la croissance. Jusqu'au début des années 1990, moins de 5 % des pays de leur échantillon présentaient un indice de développement financier supérieur à ce seuil. En 2006, dix-sept pays le dépassaient et six autres pays affichaient un crédit au secteur privé supérieur à 100 % du PIB, seuil à partir duquel la relation positive entre le développement financier et la croissance n'est plus statistiquement significative.

Ugo Panizza revient sur cette littérature récente consacrée plus particulièrement aux études ayant montré qu'au-delà d'un certain seuil, qui déterminerait en quelque sorte la taille optimale du secteur financier, *too much finance* porte préjudice à la croissance. Ces études ont fait l'objet de critiques dont il discute la validité théorique et empirique. Il souligne également les voies de recherche qui permettront de mieux identifier comment un secteur financier trop large affecte la croissance économique. Si le résultat semble confirmé, il reste encore à établir les raisons pour lesquelles au-delà d'un certain seuil le lien s'inverse. Les pistes avancées portent notamment sur la question de la mauvaise affectation des talents, au bénéfice du secteur financier et au détriment des secteurs productifs de l'économie réelle, les différents types de financement (« bons » ou « mauvais ») pour reprendre la terminologie de Paul Watchel, enfin celle de la capture politique ou du régulateur par des groupes d'intérêt puissants.

Paul Wachtel présente les deux pans de littérature longtemps séparés, d'un côté celui du lien entre finance et croissance, de l'autre celui sur les crises financières et les *booms* de crédit comme indicateur avancé de crise, et les efforts analytiques récents pour les réconcilier. Il montre en particulier qu'une raison du divorce entre ces deux pans de la littérature vient de la difficulté à mesurer proprement l'effet du fonctionnement du système financier sur le développement économique, ce qui conduit à recourir à des proxys mesurant plus en réalité la taille ou la profondeur du système financier. De même, certains résultats sont difficiles à établir du fait de l'absence de catégorisation des épisodes de *boom* du crédit. Il met notamment en avant les tentatives récentes (par exemple, Richter *et al.*, 2017) pour essayer de distinguer les « bons » *booms* des « mauvais » *booms*. Beaucoup reste à faire, prévient-il, pour que les décideurs publics y parviennent. On peut cependant noter que d'importants efforts de recherche sont consacrés à cette question dans la perspective de la mise en œuvre des politiques macroprudentielles (voir, par exemple, Borgy *et al.*, 2014).

Svetlana Andrianova et Panicos O. Demetriades partent du constat que dans de nombreuses juridictions du monde entier, le système bancaire s'est développé, mais est devenu en même temps plus fragile et sujet aux

crises financières. Il en résulterait que le développement financier serait quasiment devenu un homonyme de la fragilité financière. Ils avancent pour cela trois explications. La première est similaire à la critique de Lucas et à la loi de Goodhart : en cherchant à promouvoir le développement financier sur la base d'une relation non structurelle entre finance et croissance, les politiques menées au cours des trente dernières années ont cassé cette relation. La deuxième résulterait de la volonté des élites au pouvoir de capter les bénéfices du développement financier, ce qui les conduirait à choisir des options contraires à l'intérêt général, menant à des dynamiques non soutenables (par exemple, un développement excessif du crédit conduisant au surendettement des agents). La troisième, visant plus particulièrement les pays en développement, est celle de la faiblesse des institutions, incapables de garantir l'application des législations financières et le respect des contrats.

L'estimation des liens entre finance et performances macroéconomique proposée par *Thomas Grjebine et Fabien Tripier* cherche une autre piste de réconciliation analytique entre les effets de court terme, associés au cycle et aux crises économiques, et ceux de long terme, associés à la croissance économique, autour de la notion d'hystérèse. Ils montrent en particulier que si une forte croissance financière s'accompagne généralement d'une croissance économique plus forte au cours d'un cycle économique, elle réduit la croissance au cours des cycles suivants en raison d'effets d'hystérèse.

Une autre explication ressort des résultats présentés par *Alexandra D'Onofrio et Peter L. Rousseau* sur une très longue période. Ces derniers montrent que le développement financier de la première globalisation (1850-1929) a contribué positivement à la croissance en étant un puissant vecteur du commerce. Leurs travaux conduisent à s'interroger sur l'écart qui n'a cessé de se creuser au cours de la seconde globalisation (à partir des années 1980) entre le volume des transactions commerciales et celui des transactions financières, sur le marché des changes en particulier.

Xavier Freixas cherche, quant à lui, à établir le rôle joué par l'essor du crédit sur la demande d'actifs spéculatifs, leur impact sur la formation de bulles et leur contribution à l'apparition de déséquilibres financiers. L'analyse est conduite dans le cadre d'un modèle à générations imbriquées avec des frictions financières. En présence d'aléa moral, les actifs peuvent servir de collatéral pour les transactions financières. Il est alors efficace de prendre pour collatéral un actif sur lequel se développe une bulle car cela desserre la contrainte de financement, facilite l'accès au le crédit et par conséquent augmente l'activité économique. Ce type de modèles ouvre cependant la possibilité d'équilibres multiples, dont certains particulièrement adverses.

L'introduction de banques dans ce modèle complexifie à nouveau la dynamique de l'économie et accentue les phénomènes d'amplification. La présence de garantie implicite ou explicite des États crée une incitation pour les banques à prendre plus de risque et à investir en particulier sur les actifs où se développe une bulle. Ce type d'analyse est crucial pour guider l'action publique en lui permettant d'arbitrer au mieux entre la réduction des risques de crises financières coûteuses et les coûts de mise en œuvre des mesures macroprudentielles.

FINANCE, INNOVATIONS ET PRODUCTIVITÉ

Dans une troisième partie, diverses contributions mettent en avant des évolutions récentes ou des facteurs susceptibles d'influencer la nature du lien entre finance et croissance : ceux liés aux innovations financières et technologiques ; ceux qui découlent des nouveaux enjeux de la globalisation économique et financière, dans un contexte où se pose la question de l'intégration des dimensions environnementales et climatiques ; ceux liés enfin au rôle du capital humain et plus particulièrement de l'éducation financière.

Thomas Philippon examine l'impact potentiel des FinTechs sur l'industrie financière, du point de vue la stabilité financière et des nouveaux modes d'accès aux services financiers. Ces services financiers, notamment procurés par les banques, sont restés étonnement coûteux. C'est la raison pour laquelle les FinTechs parviennent à pénétrer le marché en proposant une offre compétitive, diversifiée et bénéficiant de forts effets de réseau. Pour l'auteur, l'essor des FinTechs est peut-être de nature à produire les changements structurels nécessaires que les réformes réglementaires n'ont pas pu induire, du fait notamment de la difficile conciliation entre la préservation des intérêts du secteur réglementé et les progrès de la stabilité financière. Cet essor n'en demeure pas moins un défi pour les régulateurs qui doivent trouver le juste milieu entre les incitations à l'innovation et à la croissance et le contrôle des risques pour la stabilité financière, la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme.

Cette vision est complétée par celle d'*Olena Havrylchyk et Marianne Verdier* qui examinent, quant à elles, le rôle des plateformes de *crowdfunding* dans l'intermédiation financière. Ces plateformes jouent le rôle de courtier, permettant la rencontre sur Internet entre une offre et une demande de financement, selon son risque et sa maturité. Contrairement aux banques, les plateformes de *crowdfunding* ne font pas de transformation de maturité et de risque. Elles permettent également au prêteur de cibler précisément les projets, entreprises ou secteurs qu'il souhaite financer. Cependant, elles sont susceptibles de

créer des marchés secondaires qui rendent possible l'échange de contrats de prêt. Certaines tentent aussi d'offrir des revenus fixes aux prêteurs. Les régulateurs doivent s'assurer que les plateformes agissent dans l'intérêt des prêteurs, afin que cette activité d'intermédiation soit réalisée de façon efficace, tout en limitant les risques pour la stabilité du système financier.

S'agissant du rôle des évolutions structurelles, *Michel Aglietta* met en perspectives les limites de la globalisation d'hier et aujourd'hui pour mieux penser celle de demain. Il remet fondamentalement en question l'apport de la globalisation financière qui s'est amorcée dans les années 1980 à l'économie mondiale en termes de croissance et de bien-être social. A-t-on tiré les leçons de ce que signifie en théorie et en doctrine de régulation, l'énorme expansion financière suivie de sa crise systémique ? La finance ne se réduit pas à un flux en expansion. C'est un système complexe, formé de multiples réseaux interconnectés, ambivalents du point de vue de la stabilité comme le sont tous les systèmes complexes. Avec la globalisation, les interconnexions se sont démultipliées et le système est devenu fragile, facilitant la propagation de chocs. A-t-on idée des transformations à venir pour que la finance soit capable d'affronter les mutations de ce siècle et jeter le pont entre le présent et l'avenir, conduisant à un monde de développement durable ?

16

Étienne Espagne retrace à cet égard les progrès en cours dans la modélisation macroéconomique pour construire le triptyque analytique « croissance-finance-climat », indispensable pour penser la croissance de demain et guider l'action publique en faveur d'une croissance soutenable. Il y voit cependant un délicat tango à trois pour les modèles économie-climat dans lesquels l'intégration de la monnaie et de la finance ne se fait pas sans mal.

Enfin *Luc Arrondel* analyse l'incidence des comportements financiers, la façon dont ils peuvent être influencés durablement par les épisodes de crise financière et le rôle et l'importance de l'éducation financière comme source de croissance. Les périodes d'expansion financière s'accompagnent souvent de comportements euphoriques qui alimentent l'emballement, tandis que le repli qui s'opère après le retournement s'accroît quand la frilosité des acteurs et leur peur du risque s'accroissent. Plus prosaïquement, l'incompétence financière ou le manque de culture financière peuvent contribuer aux crises financières. À l'appui de résultats remettant en question certaines idées reçues, *Luc Arrondel* nous livre un message nuancé : si on ne peut qu'encourager l'éducation financière, il ne s'agit pas nécessairement d'une panacée au sens où elle n'est pas, à elle seule, garante d'une orientation optimale de l'épargne vers les investissements productifs et porteurs de croissance.

Pour clore ce volume, la revue de la littérature réalisée par *Emmanuel Carré et Guillaume L'Oeillet* permettra de se frayer un chemin dans cette littérature foisonnante que la crise a considérablement refaçonnée. Il se concentre sur les contributions qui depuis l'article d'*Arcand et al.* (2015) revisitent le traditionnel *nexus* finance-croissance. Le consensus autour de l'idée qui prévalait encore avant la crise d'une finance toujours favorable à la croissance a-t-il cédé la place à celui du *too much finance* ? La démonstration d'une relation non linéaire entre finance et croissance est-elle robuste ? Quelles sont les méthodes d'estimation utilisées, les indicateurs privilégiés pour mesurer la finance ? Quelles sont les grandes pistes de recherche ouvertes par ce renouveau de la littérature consacré aux liens entre finance et croissance, en termes notamment d'objectif, de structure, de taille et de régulation de la finance ? Ce sont quelques-unes des questions éclairées par cette revue de la littérature.

CONCLUSION

Au total, la crise a donc conduit à s'interroger sur le lien entre finance et croissance et poussé les économistes à réconcilier deux pans de la littérature académiques.

Au plan méthodologique, ce n'est pas tant le sens de la causalité entre finance et croissance que la crise a remis en question, car ce débat originel, qui opposait déjà Joseph Schumpeter (1883-1950) à Joan Robinson (1903-1983), est demeuré latent. Certes dans la plupart des études, l'optique schumpétérienne a le plus souvent prévalu, car c'est surtout l'impact potentiel « causé » par la finance sur la croissance qui a fait l'objet d'estimations. Cependant, estimer la force de ce lien a nécessité de considérer le problème d'endogénéité de la relation (quand un lien est décelé entre finance et croissance, est-ce parce que la finance « cause » la croissance ou parce qu'à l'inverse la croissance « cause » la finance), c'est-à-dire de trouver le moyen d'isoler l'effet de la finance sur la croissance. Les solutions techniques à ce problème, notamment le fait d'instrumenter la variable financière, n'ont pas manqué d'être discutées et remises en question, si bien que la question du lien de causalité entre finance et croissance reste ouverte.

C'est désormais l'estimation de la non-linéarité entre finance et croissance qui mobilise la plupart des études empiriques. Les modèles théoriques vont eux aussi devoir évoluer pour mieux établir l'existence de cette relation non monotone et expliciter par quels canaux ou effets l'excès de développement financier peut porter préjudice à la croissance. Ces modèles doivent également mieux éclairer les implications éventuelles en termes de régulation ou d'implications pour les politiques macroprudentielles mises en place pour prévenir le risque systémique : bien loin des considérations prévalant dans les travaux des

années 1990 qui faisaient la promotion de la libéralisation financière, la régulation du cycle du crédit au moyen de mesures contracycliques est-elle de nature à favoriser la croissance ou en garantir le caractère soutenable ? À défaut, la poursuite d'une expansion financière sans borne ne condamne-t-elle pas à la stagnation séculaire ?

Enfin, plusieurs contributions dans ce numéro appellent à mieux définir ou mesurer les variables du développement financier qu'il va désormais falloir tester plus finement pour en évaluer l'impact sur la croissance économique et sur l'instabilité financière. Elles appellent également à regarder plus finement les structures de financement, voire l'orientation sectorielle de ces derniers : les financements intermédiés ont-ils le même impact sur la croissance et la stabilité financière que les financements de marché ? Et au sein même de ces catégories, les effets sont-ils d'une ampleur comparable ? Les prêts aux ménages ont-ils le même effet sur la croissance que ceux aux entreprises ? Le seuil à partir duquel ils favorisent l'instabilité financière est-il identique ? Les financements par actions sont-ils équivalents quant à leur effet sur la croissance et l'instabilité financière que les financements par dette ? Quelle sera la contribution effective du *shadow banking* à la croissance, que les autorités internationales cherchent à transformer en financements sains de marché, mais dont l'essor continu et rapide montre aussi le caractère risqué. Les nouvelles technologies et les nouveaux modes de financements dont elles sont porteuses, telles que les plateformes de *crowdlending* ou de *crowdfunding* et plus généralement les FinTechs sont-ils plus favorables à la croissance que les financements traditionnels ? Dans quelles mesures favorisent-ils plus ou moins la stabilité financière ? Voici quelques-unes des nombreuses problématiques sur lesquelles les économistes auront à travailler au cours des prochaines années.

18

BIBLIOGRAPHIE

- ARCAND J.-L., BERKES E. et PANIZZA H. (2015), « Too Much Finance? », *Journal of Economic Growth*, n° 20, pp. 105-148.
- BORGY W., CLERC L. et RENNE J.-P. (2014), « Measuring Aggregate Risk: Can We Robustly Identify Asset Boom-Bust Cycles? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 46 (C), pp. 132-150.
- KAMINSKY G. L. et REINHART C. M. (1999), « The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems », *American Economic Review*, vol. 89, n° 3, pp. 473-500.
- KING R. G. et LEVINE R. (1993), « Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, n° 3, pp. 717-737.
- RICHTER B., SCHULARIK M. et WATCHEL P. (2017), « When to Lean Against the Wind? », CEPR, *Discussion Papers*, n° 12188.