

DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET FRAGILITÉ FINANCIÈRE : LES DEUX FACES D'UNE MÊME MÉDAILLE ?

SVETLANA ANDRIANOVA*
PANICOS O. DEMETRIADES**

A l'évidence, les systèmes bancaires performants peuvent stimuler la croissance économique et faciliter l'accès aux services financiers pour une grande partie de la population. Les petits épargnants font confiance aux intermédiaires financiers solides qui peuvent ainsi mobiliser l'épargne, ce qui élargit automatiquement l'accès aux services financiers. Ces intermédiaires fournissent en outre les infrastructures financières nécessaires aux systèmes de paiement sur lesquels repose l'activité économique au quotidien. Des réseaux fiables de distributeurs automatiques de billets et des services de paiement par mobile et en ligne, des services de cartes et des systèmes de compensation efficaces sont les ingrédients clés pour faciliter les transactions qui favorisent les échanges économiques entre les ménages, les entreprises et l'État dans toutes les économies. De plus, les banques performantes fournissent les infrastructures indispensables aux entreprises pour participer au commerce international et facilitent la circulation des capitaux entre les pays. Enfin, et surtout, les banques sont capables de gérer efficacement les problèmes d'asymétrie de l'information inhérents aux marchés du crédit et, ce faisant, d'apporter des solutions de financement à des projets d'investissement de grande qualité qui

107

* Professeur associé d'économie, Université de Leicester.

** Professeur d'économie financière, Université de Leicester ; ancien gouverneur, Banque centrale de Chypre ; membre du Conseil des gouverneurs, Banque centrale européenne. Contact : pd28@leicester.ac.uk.

contribuent à générer une croissance économique inclusive. La capacité de la finance bancaire à soutenir la croissance économique et à élargir l'accès aux services financiers est reconnue et relativement peu contestée.

Pourtant la réalité brosse un tableau assez différent. Si nous connaissons des cas où la finance a bien fonctionné pendant un certain temps, nous connaissons aussi de nombreux échecs, dont le paroxysme a été la crise financière mondiale de 2007-2008 dont de nombreuses économies ne se sont pas encore pleinement remises. Les politiques sectorielles relatives au secteur financier, incluant les politiques portant sur le développement des systèmes bancaires dans les pays les moins avancés et la réglementation dans les pays développés, n'ont généralement pas réussi à garantir la stabilité financière. Même lorsque de véritables crises financières ont été évitées, la fragilité financière a entraîné une stagnation économique et de longues récessions de bilan.

La finance bancaire n'a notamment pas fait une grande différence pour les pays les plus pauvres du monde, en particulier les pays d'Afrique subsaharienne. En principe, les systèmes bancaires auraient pu permettre à des millions de personnes de sortir de la pauvreté. Pourtant, en Afrique subsaharienne ils restent largement sous-développés et isolés du processus de croissance économique¹. En Asie, où le développement financier a été le plus marqué ces trente dernières années, la libéralisation a souvent été suivie d'importantes périodes d'instabilité, entre autres lors des crises financières en Asie de l'Est à la fin des années 1980. Même dans les pays ayant enregistré de forts taux de croissance dans le passé, comme le Japon après la Seconde Guerre mondiale et la Chine plus récemment, les faiblesses du secteur bancaire ont été associées à un ralentissement de la croissance économique. Dans le cas du Japon, l'économie a stagné pendant plusieurs décennies à cause de la fragilité du secteur bancaire. En Chine, même si nous manquons d'informations sur le récent ralentissement, nous supposons qu'il n'est pas sans lien avec les importants volumes de prêts non productifs dans le système bancaire ou avec le surendettement du secteur privé, notamment dans de grandes industries telles que celle de l'acier.

En Amérique latine, les systèmes bancaires sont restés relativement sous-développés et sous l'emprise des élites dirigeantes (Calomiris et Haber, 2015). Dans les économies en transition d'Europe centrale et de l'Est, la faiblesse du bilan des banques, caractérisée par une hausse du volume de prêts non productifs, constitue aujourd'hui un obstacle majeur à la croissance².

Enfin, et surtout, la crise des *subprimes* aux États-Unis, qui s'est transformée en crise financière mondiale et qui a entraîné des faillites

bancaires sans précédent aux États-Unis, dans la plupart des pays d'Europe de l'Ouest, y compris en Islande, a démontré que même les systèmes bancaires développés ont échoué à bien des égards. Ces deux dernières décennies, non seulement les systèmes bancaires développés n'ont pas réussi à promouvoir une croissance durable, mais aussi ils ont entraîné de vastes conséquences négatives sur le plan socioéconomique avec des ramifications économiques mais aussi politiques. En premier lieu, les coûteux plans de sauvetage destinés à sauver les banques des pays industrialisés sont la principale cause de la détérioration des finances publiques et de la hausse de la dette souveraine des pays industrialisés. À son tour, cela a entraîné des difficultés budgétaires appelant souvent des mesures d'austérité qui ont lourdement pesé sur la demande globale et entravé la reprise après la crise, sans oublier les nombreuses conséquences politiques et sociales indésirables. En outre, l'éclatement de la bulle des prix de l'immobilier aux États-Unis et dans de nombreux pays d'Europe a entraîné des récessions dues à la détérioration des bilans des agents économiques dont de nombreuses économies ne se sont pas encore totalement remises. Enfin la crise financière mondiale a révélé des failles dans l'architecture de l'euro qui ont menacé et menacent encore la survie de la monnaie unique dont la disparition pourrait avoir des conséquences politiques inimaginables.

En réalité, au cours des vingt dernières années, il est apparu que les systèmes bancaires de nombreuses régions du monde sont devenus de plus en plus importants et en même temps plus fragiles et plus exposés aux crises³. Le terme « développement financier » est ainsi presque devenu synonyme de fragilité financière. Il n'est donc pas exagéré d'affirmer que les récents événements montrent que développement financier et fragilité financière sont les deux faces d'une même pièce.

L'objectif de cet article est de mettre en évidence trois hypothèses plausibles et interdépendantes expliquant pourquoi et comment le développement du secteur bancaire a mal tourné. Nous apportons des preuves pour étayer nos arguments mais nous ne « vérifions » pas ces hypothèses de façon empirique. Elles peuvent donc constituer de futures pistes de recherche susceptibles, selon nous, de porter leurs fruits.

La première hypothèse se rapproche de la critique de Lucas. Nous pensons que les politiques visant à favoriser le développement du secteur bancaire, y compris la déréglementation financière, ont mal tourné car les relations empiriques qui ont pu exister dans les données datant du début des années 1960 jusqu'au milieu des années 1980 n'étaient pas structurelles. Par conséquent, lorsque les responsables politiques ont essayé de les exploiter (parfois abusivement), cela a échoué. Nous développons cette hypothèse dans la deuxième partie.

La deuxième hypothèse est liée à l'économie politique. Dans de nombreux pays, les élites dirigeantes se sont emparées du processus du développement de la finance bancaire pour favoriser leurs propres intérêts. Dans certains cas, cela s'est traduit par un sous-développement du secteur financier, mais dans de nombreux autres cas, cela a entraîné un « mauvais » développement du secteur bancaire avec, par exemple, une capture sur la réglementation et des niveaux excessifs de crédit aux ménages, synonymes de surendettement. Nous développons ce thème dans la troisième partie.

La troisième et dernière hypothèse concerne la faiblesse des institutions. De nombreux pays ne sont pas parvenus à atteindre un niveau minimal de développement institutionnel, en particulier en ce qui concerne la règle de droit et l'exécution des contrats qui sont nécessaires au bon développement d'un marché du crédit. Si ces faiblesses semblent presque évidentes dans les pays les plus pauvres du monde, notamment en Afrique subsaharienne, elles sont également souvent présentes dans les économies bien plus développées. Cette hypothèse est développée dans la quatrième partie.

Ces hypothèses sont évidemment interdépendantes. Il est ainsi fort probable qu'il existe des forces de politique économique et des élites dirigeantes qui tirent parti des faiblesses institutionnelles. Nous pensons toutefois qu'il est plus utile d'approfondir chacune des trois hypothèses séparément, du moins dans un premier temps. En conclusion, nous tentons d'effectuer des rapprochements sans toutefois prétendre couvrir la question de façon exhaustive. Tous les recoupements restant constituent certainement des pistes de recherche pour l'avenir. Nous espérons que cet article contribuera à les mettre en lumière.

FINANCE ET CROISSANCE : UNE RELATION (SUR) EXPLOITÉE ?

Dans les années 1990 et au début des années 2000, un important *corpus* d'études empiriques, dont beaucoup étaient commanditées par la Banque mondiale, a abouti à des résultats affirmant que plus un système financier est important, plus il est bénéfique à la croissance économique. Levine (2003) résume ce *corpus* de recherche : « Les pays dotés de systèmes financiers mieux développés ont tendance à connaître une croissance plus rapide, en particulier ceux dotés (1) de grandes banques privées qui octroient des crédits aux entreprises privées et (2) de marchés boursiers liquides. [...] La taille du système bancaire et la liquidité des marchés boursiers sont positivement liées à la croissance. Le biais de simultanéité ne semble pas être la cause de ce résultat. »

Ces recherches empiriques utilisent généralement des régressions couvrant plusieurs pays dans lesquelles la variable dépendante est le taux de croissance (sous forme de moyenne sur cinq ans ou plus). Elles incluent des variables généralement considérées comme significatives dans les régressions de croissance portant sur plusieurs pays, dont le revenu initial par habitant (supposé mesurer la convergence), l'enseignement secondaire et le ratio « consommation publique/PIB » (produit intérieur brut). Le développement de la finance bancaire était souvent mesuré à l'aide du ratio « passif liquide du secteur bancaire et/ou du crédit privé/rapport au PIB ». Même si les niveaux initiaux des régresseurs ont été utilisés pour résoudre les éventuels problèmes d'endogénéité, ces régressions ont été remises en question sur le plan économétrique⁴ mais également en raison de leur applicabilité aux pays à faible revenu⁵.

En dépit des critiques qui laissaient déjà entendre que la relation entre finance bancaire et croissance était, au mieux, une relation de forme réduite, l'agenda politique des années 1990 et du début des années 2000 a privilégié les politiques favorisant la croissance rapide du passif des banques et du crédit privé, en général en libéralisant ou en déréglementant les systèmes bancaires et en privatisant les banques publiques.

La croissance rapide du crédit et l'expansion du bilan des banques ont toutefois souvent été suivies de bulles du prix des actifs, d'instabilité financière et de crises. Par conséquent, la relation empirique entre finance et croissance a presque disparu lorsque les données des années 1990 ont été ajoutées à l'échantillon. Rousseau et Wachtel (2011), par exemple, montrent que la relation entre développement financier et croissance économique mentionnée par Levine (2003) a disparu. Ils apportent des preuves attestant que cela reflète l'instabilité financière et en particulier la fréquence accrue des crises systémiques depuis 1990. Dans le même ordre d'idées, Demetriades et Rousseau (2016) montrent que le développement financier n'est plus un facteur déterminant de la croissance à long terme. Ils apportent toutefois des preuves attestant que certaines réformes financières ont d'importants effets sur la croissance, positifs ou négatifs selon la manière dont les banques sont réglementées et contrôlées. Ces résultats sont évidemment cohérents avec la critique de Lucas : la relation entre finance et croissance s'est rompue car les responsables politiques ont essayé de l'exploiter sans accorder suffisamment d'attention à la réglementation et à la surveillance prudentielles. Il n'est donc pas surprenant de constater que c'est l'instabilité financière qui a entraîné la rupture.

Cela indiquerait que la relation entre finance bancaire et croissance détectée dans les données plus anciennes était une relation de forme

réduite. Elle ne permet donc pas une inférence statistique fiable et ne peut pas constituer la base d'une analyse de politique économique. Celle-ci ne peut reposer que sur des relations structurelles entre les variables latentes, qui doivent inclure les fondements institutionnels des systèmes financiers, à savoir la réglementation prudentielle et la règle de droit.

Une fois les données des années 2000 ajoutées, la relation commença à montrer des signes d'inversion, reflétant peut-être son exploitation, parfois abusive, par les responsables politiques : plus de développement financier devint synonyme de moins de croissance. Cela conduisit certains chercheurs (par exemple, Arcand *et al.*, 2015) à affirmer que la relation entre finance et croissance présenterait une forme en U inversé et qu'il pouvait ainsi y avoir « trop de finance » lorsqu'un seuil donné de développement financier était atteint. Il existe une autre explication, plus plausible à nos yeux : la relation entre finance bancaire et croissance découverte dans les données n'a jamais été stable car elle n'a jamais été structurelle.

De fait, il est très difficile d'identifier une théorie économique qui affirme que la relation empirique entre finance (bancaire) et croissance n'est qu'une relation de forme réduite. Dans le modèle de croissance néoclassique qui sous-tend les régressions de croissance portant sur plusieurs pays et incluant un terme de convergence, le taux de croissance d'équilibre est exogène, déterminé par le progrès technique exogène et par la croissance de la population. Dans les modèles de croissance néoclassiques, le taux d'épargne ne détermine que le niveau de revenu par habitant à l'état d'équilibre. Les modèles de croissance endogène qui peuvent en principe générer une relation structurelle entre le taux de croissance à long terme et certains aspects de l'intermédiation financière (par exemple, l'efficacité de l'intermédiation financière) n'ont, pour leur part, pas de place pour les termes de convergence qui se révèlent toujours significatifs dans les régressions de croissance couvrant plusieurs pays. Ils ne sont donc pas aisément compatibles avec les résultats empiriques sur le lien entre finance bancaire et croissance.

Notre principale hypothèse ici est que l'évolution du crédit privé et du passif liquide du secteur bancaire est davantage liée au cycle financier. Le cycle financier a une bien plus vaste amplitude que le cycle économique et il est forcément corrélé au taux de croissance moyen, notamment en phase ascendante, lorsqu'une relation positive entre croissance et crédit privé ou passif liquide est attendue. La croissance du crédit privé stimule la consommation et les prix des actifs, fait monter la valeur des sûretés et via l'effet de richesse et l'assouplissement des conditions de crédit, renforce encore davantage

la consommation. Dans les études empiriques, cela apparaîtra comme une corrélation positive entre le taux de croissance moyen du PIB, le crédit privé et le passif liquide. Toutefois cette association est fallacieuse, même si la phase ascendante du cycle financier peut être durable. En phase descendante du cycle financier, cette corrélation s'atténue car l'assainissement des bilans via le désendettement est un processus long tandis que durant une récession de bilan, la croissance diminue bien plus rapidement. En phase descendante, il est également possible d'observer une relation négative entre crédit privé et croissance en raison de dynamiques non simultanées : le crédit privé peut commencer à baisser tandis que l'économie commence à se rétablir, si la demande extérieure ou une politique budgétaire expansionniste l'emportent sur la baisse des investissements des entreprises et de la consommation des ménages. On observe effectivement cette inversion dans les études les plus récentes sur le lien entre finance et croissance (par exemple, Demetriades *et al.*, 2017).

LA CAPTURE DU SYSTÈME FINANCIER PAR LES ÉLITES DIRIGEANTES

Selon le point de vue standard de l'économie politique sur la relation entre finance et croissance, le développement financier est contrecarré par les élites dirigeantes. Les grands groupes industriels et financiers ont beaucoup à perdre face à l'accroissement de la concurrence que le développement financier favorise d'une manière ou d'une autre (Rajan et Zingales, 2003). Cette idée, connue sous le nom d'hypothèse de Rajan et Zingales, pourrait expliquer en partie le sous-développement financier dans certaines régions du monde, même si les preuves empiriques indiquent que cette hypothèse ne se vérifie pas universellement. Baltagi *et al.* (2009) apportent ainsi des preuves issues de quarante-deux pays en développement qui ne confirment que partiellement l'hypothèse de Rajan et Zingales.

En Afrique subsaharienne, par exemple, ce sont les fortes contraintes institutionnelles et les vives tensions ethniques (par exemple, Andrianova *et al.*, 2017) qui semblent freiner le développement financier. En outre, l'hypothèse de Rajan et Zingales ne prend pas pleinement en compte les pays dont le développement financier commence à démarrer, du moins selon ce que reflètent les variables standards utilisées pour mesurer ce développement, à savoir le crédit privé et le passif liquide du secteur bancaire. Cela a été le cas de nombreux pays à revenu moyen au cours des trois dernières décennies, mais, également, de nombreuses économies développées où la hausse

de l'endettement des banques est aujourd'hui considérée comme un facteur déterminant de l'accumulation des risques systémiques qui ont entraîné la crise financière mondiale.

Pourquoi les groupes financiers et industriels laissent-ils cela se produire ? Serait-ce parce qu'ils bénéficient de cette croissance ? Nous émettons en effet ici l'hypothèse que la croissance du passif des banques et du crédit privé ne menace pas nécessairement les groupes financiers et industriels. Le passif des banques et le crédit privé peuvent croître sans que la concurrence bancaire ou industrielle n'augmente. Une telle situation arrange d'autant plus les affaires des élites dirigeantes. Les groupes industriels et promoteurs immobiliers bénéficient de davantage de prêts à des conditions favorables et peuvent ainsi continuer à bâtir des empires toujours plus grands. Les banquiers bénéficient de davantage de profits et de primes en prêtant aux ménages qui achètent les produits des groupes industriels et les maisons construites par les promoteurs immobiliers. C'est un effet de carrousel : la consommation et les dépenses des entreprises augmentent, y compris dans le secteur de la construction, mais pas nécessairement les investissements productifs, en particulier si les groupes industriels parviennent à écarter la concurrence des nouveaux entrants. Cette situation ne peut pas durer éternellement même en l'absence de concurrence, notamment parce qu'elle est susceptible de créer des bulles des prix de l'immobilier et du surendettement, qui se refléteront tôt ou tard dans la hausse du volume de prêts non productifs sur le bilan des banques. Les inefficacités inhérentes aux marchés non concurrentiels et la recherche de rente par les élites peuvent empêcher la croissance de la productivité d'aider l'économie à sortir de ses difficultés.

114

La situation de Chypre, qui a abouti à la crise bancaire de 2012-2013, illustre bien comment l'élite dirigeante tire parti d'un « développement financier » rapide. Demetriades (2017a et b) explique que le « modèle économique » adopté par l'élite dirigeante de l'île était destiné à attirer les flux de capitaux étrangers, essentiellement de Russie. Le rôle central de ce modèle était tenu par des cabinets juridiques jouissant de relations politiques qui agissaient en tant qu'intermédiaires pour de riches citoyens des anciennes républiques soviétiques en quête d'un paradis fiscal pour leur fortune. Ainsi l'actif et le passif du secteur bancaire ont plus que doublé sur la période 2005-2011 pour atteindre l'équivalent de 9,5 fois le PIB. Cette expansion des actifs du secteur bancaire s'est reflétée dans la croissance rapide du crédit, qui a atteint une moyenne de 24 % par an et a à son tour engendré une bulle immobilière, un *boom* de la consommation et le troisième plus haut niveau de crédit privé en Europe, soit 286 % du PIB. Pourtant ce n'est pas tellement l'éclatement de la bulle immobilière qui a déclenché la

crise mais plutôt la surexposition des banques chypriotes à l'économie de la Grèce et en particulier, les provisions passées sur la dette de l'État grec en 2011 qui a entraîné des pertes totalisant environ 25 % du PIB. Cette situation a pris l'élite dirigeante de l'île par surprise : le « développement financier » s'est mué en fragilité financière et en crise bancaire généralisée en l'espace de quelques mois.

La conclusion de cette analyse est que le passif des banques et le crédit privé constituent des indicateurs trop restreints du véritable développement de la finance bancaire. Nous avons assurément besoin d'indicateurs plus larges qui reflètent l'efficacité et la solidité de l'intermédiation financière. Les indicateurs utilisés au cours des trois dernières décennies sont en effet plus étroitement liés à l'accumulation de risques systémiques et à l'instabilité financière qu'au développement financier en lui-même.

Si les élites dirigeantes bénéficient de l'expansion du bilan des banques et des *booms* du crédit, alors il n'est pas surprenant que les grandes banques internationales, principales bénéficiaires des politiques « trop grandes pour faire faillite » (qui réduisent artificiellement le coût de l'expansion du passif liquide), exercent une influence indue sur la réglementation financière. Dans cette optique, on comprend mieux l'adoption des normes Bâle II, qui ont effectivement permis aux grandes banques internationales de fixer elles-mêmes leurs exigences de fonds propres en utilisant leurs propres modèles de risque pour le calcul des actifs pondérés en fonction des risques. Même s'il ne s'agit que d'une hypothèse pour laquelle nous n'apportons aucune preuve, il ne fait guère de doute à nos yeux que Bâle II était le résultat d'un processus destiné à favoriser les grandes banques, ce qui les a incitées à prendre des risques excessifs qui ont fini par déclencher la crise financière mondiale.

Dans ce contexte, les conclusions d'Andrianova *et al.* (2008 et 2012) au sujet du lien positif entre la détention publique des banques, le développement financier et la croissance sur la période 1995-2007 ne sont donc guère surprenantes. Si l'interférence de la politique dans les banques commerciales peut, sans aucun doute, conduire droit au désastre, les auteurs expliquent que dans les démocraties qui fonctionnent bien, elle peut en réalité avoir l'effet inverse si la réglementation est souple. Dans ces circonstances, la responsabilité démocratique des banques publiques peut s'accompagner de meilleures performances que pour les banques détenues par des actionnaires, en raison d'une multitude de problèmes d'agence pouvant apparaître dans ces dernières et se traduire par des dysfonctionnements de gouvernance et une prise de risque excessive. En outre, Andrianova *et al.* (2012) indiquent que dans les démocraties, les politiciens [corrompus] ont

plus à gagner en soutenant une réglementation laxiste pour les banques commerciales qu'en dirigeant des banques publiques soumises à un fort contrôle parlementaire.

LA FAIBLESSE INSTITUTIONNELLE

La faiblesse institutionnelle est peut-être plus prononcée en Afrique subsaharienne, où le lien entre finance et croissance est largement inexistant (par exemple, Demetriades et James, 2011). Dans ces circonstances, le développement financier en soi est peu susceptible de favoriser la croissance. Andrianova *et al.* (2015) montrent que la faible qualité institutionnelle est en réalité le principal facteur expliquant le fait que les banques africaines prêtent si peu, ce qui, à son tour, apporte une explication plausible au sous-développement du secteur bancaire en Afrique subsaharienne. Les auteurs proposent notamment un modèle théorique qui met en évidence l'existence d'un équilibre du marché du mauvais crédit en raison de la combinaison des problèmes d'asymétrie d'information et de la faible qualité institutionnelle en lien avec l'exécution des contrats de prêts. Andrianova *et al.* (2015) apportent des preuves à l'appui de leurs résultats théoriques en appliquant un estimateur de panel dynamique à un vaste échantillon de banques d'Afrique subsaharienne. Leurs résultats révèlent ainsi que les défauts de remboursement des prêts freinent les prêts bancaires mais uniquement lorsque la qualité institutionnelle est inférieure à un certain seuil.

116

Des travaux antérieurs ont en fait démontré que les effets de la finance sur la croissance dépendent du développement institutionnel. Par exemple, Demetriades et Law (2006), à partir des données de 72 pays sur la période 1978-2000, concluent que le développement financier ne peut favoriser la croissance que si le système financier est intégré dans un cadre institutionnel solide. Ils démontrent également que c'est dans les pays à faibles revenus, où la qualité institutionnelle est faible, que la relation entre finance et croissance est la plus faible. Dans le même ordre d'idées, Deakin *et al.* (2010) montrent que le renforcement des droits des créanciers en Inde pendant les années 1990 et 2000 a entraîné une hausse des crédits bancaires, confortant l'idée selon laquelle l'amélioration du système juridique peut permettre d'orienter le développement financier.

Les faiblesses institutionnelles ne sont toutefois pas confinées aux pays les plus pauvres du monde. Même dans les économies développées, les institutions essentielles au bon fonctionnement des marchés du crédit, telles que les lois en matière de faillite et de saisie immobilière ou encore la supervision bancaire peuvent être très imparfaites. Les récentes crises qui ont frappé l'Europe, en particulier l'Irlande,

l'Espagne, la Grèce et Chypre, sont très révélatrices de ces faiblesses. La Grèce et Chypre sont notamment les deux pays d'Europe qui affichent les plus forts volumes de prêts non productifs, en grande partie en raison du fait que les lois en matière de saisie immobilière accordent généralement une très forte protection aux emprunteurs. Cela peut prendre dix ans ou plus avant que les prêteurs puissent saisir un bien en cas de défaut de remboursement d'un prêt, une pratique qui incite les emprunteurs au défaut de paiement « stratégique ». Les législateurs se sont montrés réticents à diminuer cette protection, en dépit des conditions imposées par l'Union européenne et le FMI (Fonds monétaire international) dans le cadre de leurs récents sauvetages respectifs, et cela à cause des contraintes politiques, sinon des considérations d'économie politique (la protection des promoteurs immobiliers, par exemple).

Les institutions peuvent bien évidemment difficilement être considérées comme exogènes à long terme. Même si elles évoluent au fil du temps, cette évolution a tendance à être lente, traduisant probablement la résistance au changement des élites dirigeantes. Les réformes institutionnelles sont certainement plus évidentes si et lorsqu'un pays a besoin d'une aide financière extérieure, telle que les prêts accordés par le FMI, qui s'accompagnent de conditions importantes incluant habituellement des réformes institutionnelles.

CONCLUSION

On sait aujourd'hui que les premiers travaux empiriques sur le lien entre finance (bancaire) et croissance ont surévalué les éventuels effets du développement financier sur la croissance économique. La question de la causalité a souvent été sous-estimée tandis que les auteurs mettant en garde contre l'utilisation de régressions portant sur plusieurs pays pour établir la causalité ont été marginalisés ou ignorés. Ces recherches ont néanmoins été influentes en créant un quasi-consensus parmi les institutions financières internationales qui ont préconisé des politiques de déréglementation et de libéralisation financières, considérées comme nécessaires pour favoriser la croissance par le biais du développement financier⁶. Dans les pays en développement, les systèmes bancaires ont été libéralisés en supprimant les contrôles sur les taux d'intérêt, en permettant les mouvements de capitaux et en privatisant les banques publiques. Les économies développées ont adopté une approche de relatif laisser-faire envers la réglementation financière, ce qui, entre autres conséquences largement négatives, a effectivement permis aux grandes banques internationales de définir leurs propres exigences de fonds propres. Cette situation a contribué à la fragilité financière et engendré des crises dans de nombreux pays, sans par

ailleurs réussir à promouvoir un véritable développement financier dans les pays les plus pauvres du monde.

En dépit de l'expérience des deux dernières décennies, il ne fait aucun doute à nos yeux que des systèmes bancaires bien réglementés, intégrés dans des cadres institutionnels adéquats assurant le respect de la règle de droit, une supervision bancaire efficace et une bonne gouvernance des banques, peuvent jouer un rôle majeur pour stimuler la croissance et lutter contre la pauvreté. Notre analyse indique que pour que les systèmes bancaires fonctionnent aussi bien que prévu en théorie, il faut réduire l'influence des élites dirigeantes sur les institutions, y compris sur la règle de droit ainsi que la réglementation et la supervision financières. Cette influence étant souvent bien dissimulée aux yeux du public, les politiques visant à améliorer la transparence de la vie publique et l'éducation financière doivent être fortement encouragées. Les économistes eux-mêmes, largement critiqués pour ne pas avoir su prédire la crise financière mondiale, doivent montrer l'exemple s'ils ne veulent pas être perçus comme les protecteurs de l'élite dirigeante (et par conséquent marginalisés). Leur profession, ainsi que ses revues académiques spécialisées de « premier plan », doit se remettre véritablement en question pour devenir, et être considérée comme, plus transparente et moins soumise à l'influence de puissants groupes d'intérêts tels que les grandes banques. La récente actualité politique en France offre au pays une occasion unique de montrer l'exemple dans ce domaine.

NOTES

1. Voir, par exemple, Demetriades et James (2011) et Andrianova et al. (2015 et 2017).
2. Voir, par exemple, BERD (2016).
3. Voir, par exemple, Demetriades *et al.* (2016).
4. Voir, par exemple, Demetriades et Hussein (1996) ou Arestis et Demetriades (1997) qui apportent des preuves qui remettent en question les résultats indiquant un lien de causalité allant de la finance à la croissance dans les régressions portant sur plusieurs pays.
5. Par exemple, Rioja et Valev (2004).
6. Il faut noter que la plupart des recherches mettant en avant l'idée que la finance en général et les grandes banques en particulier favorisent la croissance, qui se sont imposées dans la littérature, ont été commanditées et en grande partie financées par la Banque mondiale. En tant que tel, il est difficile de les considérer comme indépendantes.

BIBLIOGRAPHIE

- ANDRIANOVA S., BALTAGI B. H., BECK T., DEMETRIADES P. O. et FIELDING D. (2015), « Why Do African Banks Lend So Little? », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 77, n° 3, juin, pp. 339-359.
- ANDRIANOVA S., BALTAGI B. H., BECK T., DEMETRIADES P. O., FIELDING D., HALL S. G., KOCH S., REWILAK J. et ROUSSEAU P. L. (2015), *A New International Database on Financial Fragility*, Université de Leicester département d'Économie, *Document de travail*, n°15/18.
- ANDRIANOVA S., BALTAGI B. H., DEMETRIADES P. O. et FIELDING D. (2017), « Ethnic Fractionalisation, Governance and Loan Defaults in Africa », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 79, n° 4, août, pp. 435-462.
- ANDRIANOVA S., DEMETRIADES P. O. et SHORTLAND A. (2008), « Government Ownership of Banks, Institutions and Financial Development », *Journal of Development Economics*, vol. 85, n° 1-2, février, pp. 218-252.
- ANDRIANOVA S., DEMETRIADES P. O. et SHORTLAND A. (2012), « Government Ownership of Banks, Institutions and Economic Growth », *Economica*, vol. 79, n° 315, pp. 449-469.
- ARCAND J.-L., BERKES E. et PANIZZA U. (2015), « Too Much Finance? » *Journal of Economic Growth*, vol. 20, n° 2, pp. 105-148.
- ARESTIS P. et DEMETRIADES P. O. (1997), « Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence », *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 107, n° 442, mai, pp 783-799.
- BALTAGI B. H., DEMETRIADES P. O. et LAW S. H. (2009), « Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data », *Journal of Development Economics*, vol. 89, pp. 285-296.
- BERD (Banque européenne pour la reconstruction et le développement) (2016), *Transition Report 2016-17*.
- CALOMORIS C. W. et HABER S. H. (2015), *Fragile by Design: the Political Origins of Banking Crises and Scarce Credit*, Princeton University Press.
- DEAKIN S., DEMETRIADES P. O. et JAMES G. A. (2010), « Creditor Protection and Banking System Development in India », *Economics Letters*, vol. 108, n° 1, pp. 19-21.
- DEMETRIADES P. O. (2017a), « Political Economy of a Euro Area Banking Crisis », *The Cambridge Journal of Economics*, doi:10.1093/cje/bex001.
- DEMETRIADES P. O. (2017b), *A Diary of a Euro Area Banking Crisis: Lessons for Bank Recovery and Resolution*, Palgrave-Macmillan, à paraître.
- DEMETRIADES P. O., FIELDING D. et REWILA J. (2016), « New Measures of Financial Fragility », article présenté à l'IMAEF 2016.
- DEMETRIADES P. O. et HUSSEN K. A. (1996), « Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from Sixteen Countries », *Journal of Development Economics*, vol. 51, pp. 387-411.
- DEMETRIADES P. O. et JAMES G. A. (2011), « Finance and Growth in Africa: the Broken Link », *Economics Letters*, vol. 113, n° 3, pp. 263-265.
- DEMETRIADES P. et LAW S. H. (2006), « Finance, Institutions and Economic Development », *International Journal of Finance & Economics*, John Wiley & Sons, vol. 11, n° 3, pp. 245-260.
- DEMETRIADES P. O. et ROUSSEAU P. L. (2016), « The Changing Face of Financial Development », *Economics Letters*, vol. 141, pp. 87-90.
- DEMETRIADES P. O., ROUSSEAU P. L. et REWILAK J. (2017), *Finance, Growth and Fragility*, Université de Leicester, *document de travail*, n°17/13.
- LEVINE R. (2003), « More on Finance and Growth: More Finance, More Growth? », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, juillet-août, pp. 31-46.
- RAJAN R. G. et ZINGALES L. (2003), « The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century », *Journal of Financial Economics*, vol. 69, pp. 5-50.
- RIOJA F. et VALEV N. (2004), « Does One Size Fit All? A Reexamination of the Finance and Growth Relationship », *Journal of Development Economics*, vol. 74, pp. 429-447.
- WACHTEL P. (2011), « What Is Happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth? », *Economic Inquiry*, vol. 49, n° 1, pp. 276-288.

