

DÉVELOPPEMENT DES SYSTÈMES FINANCIERS ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE: CAS DES PAYS EN VOIE DE DÉVELOPPEMENT

M'hamed Ali KHEMAKHEM

Enseignant-chercheur Institut Supérieur
d'Administration des Affaires de Sfax
MhamedAli.Khemakhem@isaas.mu.tn

Téléphone: 00216 98 530 274; Fax: 00216 74 680 450

***Abstract:** This paper examines the relationship between the financial system and economic growth in 22 developing countries between 1990 and 2009. The empirical work uses the panel techniques. The results are as follows: the financial system as a whole, intermediaries and markets are positively correlated with economic growth in those countries. The results demonstrate also the important role of financial intermediation in financing economic growth. Indeed, despite the fact that financial markets stimulate the growth of developing countries, their size and activity remains embryonic.*

***Keywords:** Financial system - growth - panel*

I. Introduction

Dès la fin des années 1980, de nombreuses institutions monétaires et financières des pays en voie de développement ont mis en œuvre des programmes de libéralisation des taux d'intérêt, de déréglementation financière, de privatisation des institutions financières et d'ouverture de leur secteur financier aux investissements étrangers.

L'application des politiques de libéralisation financière recommandées par les institutions financières internationales (le FMI et la BM) visait à accroître l'intermédiation financière et le développement des marchés financiers afin d'augmenter la capacité du système financier de collecter l'épargne pour l'investissement productif dans le but de soutenir la croissance économique.

Ce papier examine la nature de la relation entre le système financier et la croissance économique. En outre, il cherche à déterminer la place respective des intermédiaires et des marchés financiers dans le financement de la croissance dans les pays en voie de développement.

Dans la deuxième section, nous résumons les théories et les effets de l'application de la politique de la libéralisation financière. Nous présentons ainsi les arguments théoriques de l'émergence des intermédiaires et des marchés financiers. La troisième section traitera la relation entre intermédiation financière et la croissance économique. La quatrième section étudie la relation théorique entre marché financier et croissance économique et soulève une question importante:

quel type de système financier favorise le plus la croissance. La cinquième section sera consacrée au lien entre système financier et la croissance dans le cas des pays en voie de développement.

II. Libéralisation financière, développement financier, et croissance

Le lien entre finance et croissance renvoie à la question de la libéralisation financière. La notion de la libéralisation financière a été introduite par Mckinnon (1973) et Shaw (1973). Ces derniers cherchent à substituer la libéralisation financière à la répression financière caractérisée essentiellement par la fixation des taux d'intérêt nominaux au-dessous du niveau qui permettrait l'équilibre entre l'offre et la demande des fonds prêtables, des réserves obligatoires non rémunérées auprès des banques, une politique d'encadrement et de sélectivité du crédit et enfin un contrôle des changes. Ces contraintes réglementaires ont conduit les agents économiques à détenir des actifs non monétaires plutôt que des dépôts bancaires. Ceci a entraîné une réduction de l'épargne financière qui aurait dû être canalisée vers l'investissement. En plus, un taux d'intérêt réglementé a provoqué une mauvaise allocation des ressources. Des taux d'intérêt relativement bas peuvent favoriser l'investissement dans les secteurs peu productifs au détriment de l'investissement très productif.

Dans ce contexte libérer le secteur financier, c'est-à-dire l'élargissement d'instruments d'épargne et l'accroissement du niveau des taux d'intérêt réels servis sur les dépôts (par une augmentation des taux nominaux ou par une baisse de l'inflation) va stimuler l'accumulation des encaisses monétaires (l'épargne). Cela devrait permettre d'accroître l'intermédiation bancaire et le développement des marchés financiers; d'où une réduction des frais d'intermédiation entre prêteur et emprunteur, une meilleure diversification des risques et un accès facile des emprunteurs aux fonds prêtables. Ceci favorisera l'investissement et la croissance économique.

Les travaux des héritiers de cette approche Kapur (1976,1983), Vogel et Buser (1976), Galbis (1977), Mathieson (1979,1980) ont modélisé les contributions originelles de Mackinnon et de Shaw et ont renforcé les fondements du concept de la libéralisation. Ces modèles ont été suivis par une seconde génération de travaux tels que ceux de Roubini et Sala-i-Martin (1992,1995) et King et Levine (1993). Tous ces travaux défendent la thèse selon laquelle un système financier libéralisé joue un rôle positif dans le financement de la croissance économique.

Ce courant de pensée a été critiqué (du point de vue macroéconomique) par les théoriciens néo-structuralistes et les postkeynésiens. Selon les néo-structuralistes (Taylor (1983) et Wijnbergen (1983)), un accroissement des taux d'intérêt réel encourage les épargnants à détenir des actifs du secteur bancaire officiel au détriment de ceux du secteur financier informel, ce déplacement entraîne une baisse du volume des fonds canalisés vers l'investissement et la croissance. Ceci

est dû au fait que le système bancaire officiel est soumis à une obligation de détenir des réserves obligatoires contrairement au secteur financier informel. Les critiques postkeynésiennes se basent sur le concept de la demande effective. Burkett et Dut (1991) démontrent qu'une déréglementation des taux d'intérêt est à l'origine d'un effet négatif dominant: un accroissement de l'épargne réduit la demande agrégée provoquant une baisse des profits, de l'épargne, de l'investissement et de la croissance.

Un autre groupe d'auteurs a critiqué l'hypothèse implicite que posent Mackinnon et Shaw, celle de la perfection des marchés financiers. Stiglitz et Weis (1981) énoncent que les marchés financiers sont imparfaits. Ils sont soumis à des problèmes d'asymétrie d'information, d'aléa moral et de sélection adverse. Par conséquent, une hausse des taux d'intérêt peut attirer des mauvais emprunteurs et encourager ces derniers à investir dans des projets plus risqués. Ceci se trouve à l'origine d'un rationnement du crédit et une réduction des fonds nécessaires pour financer la croissance.

Les premières expériences, menées sous l'influence des travaux de Shaw (1973) et Mckinnon (1973) en Corée du sud et à Taiwan dès les années soixante, ont été un succès. Elles ont entraîné une forte augmentation des dépôts bancaires et ont stimulé la croissance économique. En revanche, les libéralisations financières en Amérique Latine à la fin des années soixante-dix (Argentine, Chili, Uruguay) et au Philippines comme en Turquie dans les années quatre-vingt peuvent être considérées comme des échecs. Elles se sont traduites par une hausse excessive des taux d'intérêt réels, par des entrées des capitaux. En effet, la libéralisation financière s'accompagne souvent par une entrée massive de capitaux qui provoque une inflation et un début de formation de bulles spéculatives. D'autre part, cette entrée de capitaux engendre une surévaluation de la monnaie nationale, renchérit les exportations nationales pour les importateurs étrangers, mène à une contraction de la production et freine par conséquent la croissance. Cette récession provoque un retrait massif des fonds déposés dans les banques nationales. Ceci peut avoir des conséquences dramatiques sur la balance de paiements, précipitant la crise de change.

La comparaison des idées théoriques aux faits révèle les conséquences de la libéralisation financière dans les pays qui ont réformé leur système financier dans les années 80-90. L'école de la libéralisation financière, dans sa littérature récente, insiste sur le fait que les réformes du secteur financier doivent être précédées d'un ensemble de conditions liées à l'état d'activité économique et à la capacité des autorités publiques à suivre et à contrôler efficacement le comportement des institutions financières. Les expériences des pays en matière de libéralisation montrent que cette politique doit être soutenue par des politiques macroéconomiques appropriées: ces politiques doivent viser la stabilisation des prix, la réduction du déficit budgétaire et la prévention contre la surévaluation du taux de change. La libéralisation financière doit être effectuée en présence d'un système de réglementation et de surveillance des institutions financières.

L'ordonnement des réformes est aussi important pour éviter un afflux massif des capitaux et une surévaluation des taux de change.

Au total, la libéralisation financière s'articule autour de la notion de marchés de capitaux libres et concurrentiels, où les prix sont déterminés par le jeu de l'offre et de la demande. La libéralisation financière a garanti le développement financier qui a été entrepris, en mettant en place une politique d'innovation financière consistant à diversifier et à renforcer les institutions financières, à dynamiser le marché financier, et à favoriser une certaine ouverture financière sur l'extérieur. Il s'agit de la mise en place d'un système financier composé d'un système bancaire performant et d'une structure de marché développée: mettre en place un processus par lequel un système financier gagne en profondeur, en accessibilité, en rentabilité, en stabilité, en efficacité, en ouverture internationale et en diversité. Ainsi, le niveau de développement financier d'un pays est déterminé par l'allure de l'évolution de son système financier.

Dans cette section nous avons vu que la libéralisation du système financier des pays en voie de développement devrait normalement permettre aux intermédiaires et aux marchés d'émerger et d'augmenter le volume de l'épargne collectée et de la canaliser vers des investissements plus productifs et la croissance. C'est cette idée que nous voulons étudier dans les sections suivantes, la relation de chaque composante du système financier avec la croissance et du système financier en général avec la croissance. En effet, la plupart des études ont pu mettre en lumière, conformément aux prédictions théoriques, une relation positive entre le développement du système financier et la croissance. D'autres études ont démontré que le développement financier peut inhiber la croissance économique.

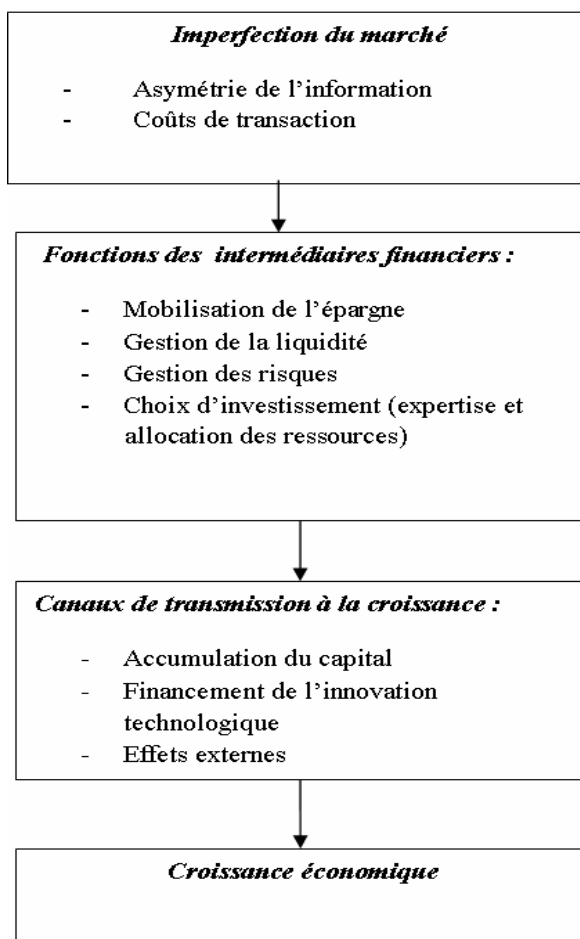
III. Intermédiaires financiers et croissance économique

Dans le développement financier, le rôle des intermédiaires financiers est primordial. La principale fonction des intermédiaires est de recevoir des dépôts qui leur serviront à octroyer des prêts. Les intermédiaires financiers favorisent également le contact entre les agents à besoin de financement (en général les entreprises et l'Etat) et les agents à capacité de financement (majoritairement les ménages). Le rôle des intermédiaires financiers évolue avec le niveau de développement. Dans les pays développés, les intermédiaires financiers jouent le rôle de conseil aux entreprises tandis que, la fonction de prêt est la plus importante pour la croissance dans les pays en voie de développement. Plusieurs raisons théoriques expliquent pourquoi le développement des intermédiaires financiers peut stimuler la croissance. Schumpeter(1912) souligne que le bon fonctionnement des banques stimule l'innovation technologique par l'identification et le financement des entreprises ayant les meilleures chances de succès dans leur activité novatrice. Pour Gurley et Shaw (1960), l'innovation financière, qui accompagne le développement financier, réduit le risque attaché à l'investissement ainsi que les coûts d'intermédiation financière, et

stimule l'épargne. Levine (1997) soutient que les intermédiaires financiers, grâce aux services qu'ils fournissent, stimulent la croissance à travers l'accumulation du capital et la productivité des facteurs.

La littérature économique récente rompt avec les hypothèses de la concurrence pure et parfaite. Elle prend en compte l'asymétrie d'information et les coûts de transaction. Ceci permet d'intégrer les différentes fonctions des intermédiaires financiers dans les mécanismes théoriques liant la finance à la croissance. Ainsi, la mobilisation de l'épargne, la transformation des placements liquides en actifs productifs mais illiquides, la gestion des risques... conduisent à accroître le processus de la croissance par quelques canaux principaux: l'accumulation du capital, le financement de l'innovation et les externalités technologiques. Ce cheminement théorique est synthétisé par un schéma (figure 1) inspiré de R. Levine (1997).

Figure 1: Cheminement théorique de la relation finance- croissance économique



Source: R. Levine (1997)

Dans le modèle néoclassique de Solow (1956), l'analyse du rôle de l'épargne et de la finance est résiduelle, car toute l'attention est portée sur les effets de l'accumulation du capital sur le niveau de la production d'équilibre. Les modèles de croissance traditionnels nous enseignent qu'à court terme le seul canal de transmission du système financier vers la croissance économique est le taux d'épargne. A long terme, les seules variables susceptibles d'influer sur le niveau de l'activité sont le taux de croissance de la population et le progrès technique. Cependant, l'avancée technologique reste dans le modèle de Solow un facteur exogène et aucun acteur économique ne peut structurellement modifier son niveau.

Le développement de la théorie de la croissance endogène au cours des années 80 a permis de montrer que le facteur financier peut avoir des effets, non seulement sur le niveau du stock de capital ou sur le niveau de la productivité, mais aussi sur leur taux de croissance. Ainsi, les travaux de Greenwood et Jovanovic (1990), Bencivenga et Smith (1991), Robini et Sala-i-Martin (1992), King et Levine (1993) et Saint Paul (1992) se sont basés sur des modèles de croissance endogène pour analyser les interactions entre les facteurs financiers avec la croissance économique.

Le modèle de base de ces modèles est celui de Pagano (1993). Ce dernier présente un modèle simple de croissance endogène permettant de synthétiser l'ensemble des effets importants que l'on peut observer entre le développement financier et la croissance économique. Selon Pagano (1993), le développement financier peut affecter la croissance en augmentant la proportion φ de l'épargne canalisée vers l'investissement. En effet, les intermédiaires financiers absorbent des ressources au cours de la transformation de l'épargne en investissement. Ainsi, un dollar épargné par un ménage génère un investissement qui vaut moins d'un dollar (la proportion φ). La proportion restante $(1-\varphi)$ va à l'intermédiaire financier pour couvrir les frais de ses services ou pour payer les commissions bancaires.

Les intermédiaires financiers collectent l'épargne des ménages en leur offrant des possibilités de dépôts, de diversification de leurs portefeuilles et d'investissements rentables, tout en assurant la liquidité de leur placement (Levine 1997). La mobilisation de l'épargne a un impact positif sur le volume de l'accumulation du capital, elle améliore également l'allocation des ressources et stimule l'innovation technologique. Par leur fonction de mobilisation de l'épargne, les intermédiaires financiers favorisent l'accès des épargnants au financement des grands projets. Les épargnants pris individuellement ne peuvent pas acquérir un actif émis par une entreprise, surtout si cet actif n'est pas divisible en petites unités. En mettant en commun l'épargne de chaque individu, les intermédiaires financiers peuvent surmonter l'indivisibilité de l'actif émis par l'entreprise et réaliser des économies d'échelle. Ainsi donc, les intermédiaires financiers améliorent l'efficacité de l'économie et stimulent la croissance économique en permettant aux individus d'investir dans de grands projets et en permettant à ces projets de se réaliser.

Une des fonctions de l'intermédiaire financier consiste à affecter les fonds vers les projets d'investissement ayant la productivité marginale du capital la plus

élevée. Pour augmenter la productivité marginale du capital et donc la croissance, l'intermédiaire financier dispose de trois moyens: (i) la gestion du risque de liquidité; (ii) l'incitation des individus à investir dans des projets plus productifs mais plus risqués en assurant la diversification des risques; et (iii) la collecte d'informations permettant d'évaluer les meilleurs projets d'investissement

En effet, dans une économie sans intermédiaires financiers, l'incertitude incite les agents à constituer une épargne liquide et improductive; en d'autres termes une épargne de précaution qui n'est pas favorable à la croissance. De plus, les contraintes de liquidité peuvent entraîner la liquidation prématurée des investissements et peut dissuader les agents économiques à investir dans certains projets d'investissement plus productifs mais illiquides. L'existence d'intermédiaires financiers permet alors de réduire le risque de liquidité, donnant la possibilité aux agents économiques d'effectuer des placements rentables et, de ce fait, permet d'accroître le ratio du capital par tête de l'économie et les investissements productifs, ce qui stimule, par conséquent, la croissance économique (Bencivenga et Smith 1991).

Le modèle de Saint-Paul (1992) indique que les intermédiaires financiers assurent la diversification des risques. En effet en l'absence de marché financier, les producteurs utilisent une technologie diversifiée. Cela conduit à une moindre division et à une moindre spécialisation du travail. Au contraire, en présence d'un marché financier, les producteurs choisissent la technologie la plus productive. Ce qui entraîne un accroissement de leur production.

Le modèle de King et Levine (1993) traite l'impact du développement financier sur la croissance économique à travers la collecte de l'information qui favorise la productivité des facteurs. Les auteurs considèrent une économie dans laquelle les entrepreneurs potentiels, avec une probabilité inconnue, ont la capacité de mener à bien un projet innovant qui va aboutir à une augmentation de la productivité. Les intermédiaires financiers vont engager des ressources pour évaluer chaque entrepreneur potentiel et seuls les plus prometteurs seront financés. Les intermédiaires financiers évaluent les entrepreneurs potentiels, mobilisent l'épargne pour financer les projets les plus productifs, et permettent une diversification du risque associé à ces activités innovantes, et ce à moindre coût que les investissements pris individuellement. L'évaluation et la sélection des entrepreneurs réduit le coût de l'investissement, accroît la productivité du capital et améliore la croissance économique.

Gertler et Rose (1991) incorporent les problèmes d'asymétrie d'information dans le but de démontrer comment les intermédiaires financiers transmettent les fonds des épargnants aux investisseurs. Gertler et Rose démontrent qu'un accroissement (une diminution) de la richesse des emprunteurs entraîne une baisse (une augmentation) de la prime de risque pour chaque niveau d'investissement et un plus grand (plus faible) niveau d'équilibre de l'investissement dans l'économie. La croissance économique, dans leur modèle résulte, d'une richesse élevée (faible) de la firme. Une telle firme fait recours de moins en moins (de plus en plus) à l'autofinancement et de plus en plus (de moins en moins) au financement externe.

Le modèle de Berthélemy & Varoudakis (1994, 1996) étudie la relation entre le développement du secteur de l'intermédiation financière et la croissance économique. Le modèle démontre l'existence de deux équilibres de croissance endogène, associés à différents niveaux de développement financiers. Ainsi, il peut exister un « équilibre haut » où le niveau élevé de développement du secteur financier renforce la concurrence bancaire. Cela conduit à des marges relativement réduites d'intermédiation et à un niveau élevé du taux d'intérêt réel net versé aux ménages. Il en résulte un taux de croissance élevé, une forte incitation à épargner et une taille importante du marché financier.

Au total, la littérature théorique démontre que le développement de l'intermédiation financière influence la croissance économique à travers son impact sur l'efficacité de l'investissement et l'amélioration de la productivité totale des facteurs. Cependant, son effet via le taux d'épargne et la formation du capital reste théoriquement ambiguë.

Les travaux empiriques traitant la relation entre intermédiation financière et croissance économique ont cherché à tester principalement l'impact positif du développement financier sur la croissance. Ils utilisent différentes mesures du développement des intermédiaires financiers et différentes techniques économétriques. Les premiers travaux ont porté sur des régressions en coupe instantanée et ont plutôt confirmé la corrélation positive entre le développement des intermédiaires financiers et la croissance. Les travaux qui ont suivi s'intéressent aux estimations en séries chronologiques. Les derniers travaux utilisent des spécifications économétriques en données de panel. Ceci a permis d'avoir plusieurs résultats empiriques.

Depuis les travaux pionniers de Goldsmith (1969), les recherches empiriques concernant la relation entre intermédiation financière et croissance ont été établies. La majorité des travaux confirme les conclusions théoriques: l'intermédiation financière favorise la croissance. King et Levine (1993) ont identifié une corrélation positive entre le niveau de développement d'intermédiation financière des pays et le taux de croissance du PIB réel par tête. Cependant, la question de sens de causalité entre les deux types de développement n'a pas fait l'unanimité entre les théoriciens. Levine (1998,1999) améliore le travail de King et Levine (1993) en utilisant les facteurs légaux comme variables instrumentales de développement de l'intermédiation financière. Il a constaté que les facteurs exogènes de développement bancaire sont positivement corrélés au taux de croissance de capital par tête, la productivité de facteurs de production et à l'accumulation du capital. Loayza et Beck (2000) et Beck, Levine et Loayza (2000) ont utilisé les techniques de panel dynamique et ont prouvé l'existence d'un lien causal étroit entre le degré de développement de l'intermédiation financière et le taux de croissance économique.

On a constaté l'importance de développement de l'intermédiation financière dans l'explication de la croissance. Il est opportun d'intégrer la deuxième composante du système financier afin de saisir l'interaction entre le système financier dans son ensemble et la croissance économique.

IV. Structure du système financier et la croissance: l'impact de l'intégration des marchés financiers

Dans la troisième section de cet article, nous avons montré l'importance de l'intermédiation financière dans l'évolution de la croissance économique que ce soit d'un point de vue théorique ou empirique. Ceci nous a permis de préciser de quelle façon le secteur bancaire peut influencer la croissance. Maintenant que nous avons bien approfondi l'analyse de l'impact sur la croissance de la première grande composante d'un système financier, à savoir les banques, il est important d'étudier le rôle que peuvent jouer les marchés financiers, deuxième composante d'un système financier, et leur effet sur la croissance. Les marchés financiers ont, eux-aussi, connu un développement considérable depuis le début des années quatre-vingt et la prise en compte de leurs fonctions et de leur rôle dans l'évolution de la croissance est primordiale. Par la suite, il nous semble opportun d'étudier la structure du système financier et de discuter la thèse de la complémentarité et de la substituabilité entre les deux modes de financement de la croissance. Cela permet de traiter la question du meilleur mode de financement du point de vue de la croissance.

1. Développement des marchés financiers et croissance

Parallèlement à la littérature sur les intermédiaires financiers, il existe une littérature abondante sur les services financiers fournis par les marchés financiers.

Un marché financier développé peut assurer la mobilisation de l'épargne Greenwood et Smith (1997). Comme noté précédemment, les coûts de transaction et les asymétries d'information rend la mobilisation de l'épargne coûteuse. Par exemple, les asymétries d'information peuvent empêcher les agents averse aux risques de céder leur épargne aux investisseurs. Pour ce faire, un marché financier développé avec un bon système contractuel et comptable est indispensable. Des marchés financiers qui mobilisent l'épargne des différents agents ont un effet positif sur le développement économique en avalisant la formation du capital et l'allocation des ressources financières.

Un marché financier développé peut encourager l'acquisition de l'information (Holmstrom et Tirole 1993). La possession de l'information permet aux investisseurs de dégager une forte rentabilité. Ces derniers sont encouragés à consacrer plus de ressources pour la recherche des projets innovants. Le développement de nouvelles technologies et l'amélioration de l'information sur les firmes corrigent l'allocation des ressources, ce qui a un impact positif sur la croissance.

Un marché financier développé assure le contrôle interne de l'entreprise après que le financement a eu lieu. Ceci est réalisable grâce (i) au take over hostile (ii) et à un système de récompense fondé sur les performances de l'entreprise. Les marchés rendent les entreprises plus productives ainsi que l'économie dans son ensemble.

Enfin, un marché financier développé facilite la diversification du risque et permet de prévenir le risque de liquidité. Ces marchés garantissent aux agents la diversification de leur portefeuille réduisant par là le risque idiosyncratique. Le marché financier liquide avalise l'investissement de long terme. Il transforme des placements de court terme en investissement de long terme ce qui permet aux épargnants de vendre leurs actifs avant la maturité du placement. Ces marchés sont à l'origine d'une allocation efficiente du capital ce qui à son tour soutient la croissance (Levine 1991) (Bencivenga et Starr 1996).

Levine et Zervos (1996) examinent l'existence d'une relation empirique entre le développement du marché financier et la croissance économique de long terme. Leur étude utilise une régression en coupe transversale d'un échantillon de quarante et un pays durant la période 1976 à 1993. Les auteurs se placent dans la tradition de Demirgüç-Kunt et Levine (1996) et combinent des mesures qui reflètent, la taille, la liquidité et l'intégration dans le marché financier international, pour construire un indice de développement du marché financier. Le taux de croissance de capital par tête est régressé sur une variété de variables destinées à contrôler les conditions initiales, telles que la stabilité politique, l'investissement dans le capital humain, et les conditions macroéconomiques; puis ils intègrent l'indice composite de développement du marché financier. Ils trouvent une forte corrélation entre le développement du marché financier et la croissance économique de long terme. Ceci implique que le résultat est compatible avec les théories qui stipulent une relation positive entre le développement du marché financier et la croissance économique. De même, Randel K. Filer, Jan Hanousek et Nauro F. Campos (1999) ont étudié, en utilisant les techniques de données de panel, la nature de la relation causale entre le développement des marchés financiers et la croissance économique. Les auteurs estiment deux modèles à effet fixe et à effet aléatoire et trouvent une relation positive entre la capitalisation des marchés financiers et la croissance économique.

2. Architecture du système financier et croissance

Le système financier désigne l'ensemble des institutions et des agents qui permettent à certaines unités économiques, au cours d'une période, de dépenser plus qu'elles ne gagnent. Et à d'autres, de trouver un emploi à l'excédent de leur revenu sur leurs dépenses. Les agents à besoin de ressources externes les collectent par émission de titres et recourent au crédit; les agents à excédent de ressources les prêtent et augmentent ainsi leur patrimoine financier et monétaire. La majorité des opérations de prêts et d'emprunts ont pour objectif le financement de l'investissement, plus que celui de la consommation. L'investissement étant un des facteurs de la croissance, on conçoit que l'efficacité d'un système financier dépend de sa capacité à mobiliser un volume important d'épargne et d'en réaliser une bonne allocation. Comme, à mesure du développement des économies, le système

financier a gagné en complexité, l'analyse de sa structure nécessite l'utilisation de concepts précis.

Les systèmes financiers qui reposent principalement sur les marchés sont dits fondés sur les marchés, alors que ceux qui s'appuient essentiellement sur les banques sont dits basés sur les intermédiaires financiers. Ainsi, la structure d'un système financier est différente d'un pays à l'autre. Chaque économie dispose d'un système propre qui se forme et évolue à partir d'une multitude de facteurs tels l'histoire économique et social, l'implication de l'Etat et la réglementation, le développement des entreprises, la position géographique, ... Chaque pays possède ainsi différentes institutions, réglementations et usages qui constituent le système financier et qui permettent de résoudre les mêmes problèmes et d'atteindre les mêmes finalités selon des façons variées d'un pays à l'autre.

Les résultats de nombreuses études révèlent que le degré de développement du système financier a une incidence bénéfique sur la croissance économique à long terme. Cette conclusion soulève une question importante: quels types de systèmes financiers favorisent le plus la croissance? Quatre courants d'idées s'affrontent autour de la relation entre structure financière et croissance à long terme. Chacun d'eux met l'accent sur l'aspect ou rouage différent du système financier:

La vision des intermédiaires financiers

Comme discuté précédemment, les intermédiaires financiers garantissent la mobilisation de l'épargne, acquièrent et disséminent l'information coûteuse et facilitent la gestion de risque. Ces services financiers sont importants pour assurer une allocation efficiente du capital et par conséquent stimuler la croissance de long terme. Sachant cette capacité des intermédiaires de favoriser le développement, la vision des intermédiaires représente une critique du rôle des marchés financiers dans la fourniture des services financiers.

Les défenseurs de la vision des intermédiaires financiers préconisent que le bon fonctionnement des marchés révèle rapidement l'information sur un marché public, ce qui réduit la motivation des investisseurs d'acquérir l'information. Cet argument est principalement basé sur le problème du «passager clandestin». Si l'information est révélée par le marché, aucun individu n'est incité à la collecter. Ceci a comme résultat qu'un marché financier compétitif peut être caractérisé par un sous-investissement dans l'information. Par conséquent, un marché financier développé n'arrive pas à identifier les projets innovant et par la suite entrave l'allocation efficiente des ressources (Stiglitz 1985 et Boot, Greebaum, et Thakor 1993). Les intermédiaires financiers sont mieux incités d'avoir l'information et de la contrôler sachant qu'ils peuvent facilement internaliser les coûts fixes. Le problème de «free-rider» est moins aigu dans un système financier basé sur les banques, dès lors que les banques investissent sans révéler instantanément leur action dans un marché public.

Les partisans de la vision des intermédiaires financiers prétendent qu'un marché financier liquide rend capable les épargnants de vendre facilement leurs

actifs. Ceci les décourage d'effectuer le monitoring des entreprises, ce qui implique un moindre contrôle et performance économique.

Un autre argument qui stipule que le contrôle interne est pénible dans les marchés financiers, est que les insiders ont une meilleure information sur les firmes que les outsiders. Ceci affaiblit le pouvoir du take-over (OPA).

Plus encore, si les marchés financiers permettent de diversifier le risque idiosyncratique, ils sont incapables de diversifier les chocs agrégés parce que les marchés sont incomplets. Les intermédiaires qui assurent l'accumulation des actifs sans risque assurent une meilleure diversification de risque (Allen and Gale 1997).

Enfin, les intermédiaires financiers sont plus efficaces dans les économies où le cadre légal et le système comptable sont peu développés. Les intermédiaires financiers incitent les firmes à révéler l'information et à payer leur dette ce qui garantit la croissance de long terme.

La vision des marchés financiers

La vision des marchés financiers contredit la vision des intermédiaires financiers en centrant son analyse sur les problèmes générés par l'excès de pouvoir des banques.

Premièrement, dans le processus de financement des firmes, les intermédiaires financiers ont accès aux informations qui ne sont pas disponibles aux autres prêteurs. Les intermédiaires peuvent utiliser cette information interne pour extraire une rente auprès des firmes. Plus concrètement, lors des renégociations des nouveaux investissements ou de dettes, les intermédiaires bénéficient de plus de pouvoir sur les bénéfices anticipés des firmes. Des puissants intermédiaires peuvent obtenir une large part de profits, par conséquent les firmes ne sont pas bien incitées d'entreprendre des risques élevés et des projets de forte rentabilité (Rajan 1992).

Deuxièmement, quand les intermédiaires entrent en contact avec les firmes, ils ont une tendance naturelle de favoriser les projets à faible risque et à forte rentabilité. Or les projets à faibles risques sont généralement des investissements ayant une faible productivité. Il en découle qu'un système financier basé sur les banques peut restreindre les innovations technologiques et la croissance économique de long terme.

Troisièmement, des intermédiaires puissants peuvent être à l'origine de coalitions entre les intermédiaires et les managers contre l'outsider. Ceci entrave la compétition, le contrôle interne nécessaire pour la création de nouvelles firmes et la croissance.

Quatrièmement, Alen et Gale (1997) démontrent que, même si les intermédiaires sont efficaces dans la collecte et la possession de l'information, ils sont moins efficaces dans le traitement de l'incertitude, l'innovation et l'investigation de nouvelles idées. Par exemple, faute de données et à cause de diversité d'opinions, la décision de financement de nouvelles technologies est difficile. Le financement par le marché est plus efficace.

Cinquièmement, le système financier basé sur les marchés possède l'avantage de diversifier le risque. Cette diversification est rendue possible grâce à la myriade de produits financiers disponible dans une économie de marché.

La vision des services financiers

La vision des services financiers et la vision légale considèrent que les intermédiaires et les marchés sont complémentaires dans la provision des services financiers et la croissance.

Dans les sections 3 et 4 nous avons démontré que les marchés financiers et les intermédiaires émergent pour réduire les coûts de l'information et les coûts de transaction. Ces deux composantes du système financier offrent les fonctions financières principales: La mobilisation de l'épargne, acquisition de l'information, et la gestion du risque. La vision des services financiers centre son analyse sur le rôle important d'un bon fonctionnement du système financier dans la provision de ces services. Selon la vision des services financiers, la question centrale est la quantité et la qualité de ces services financiers, et non l'organisation spécifique du système financier (basé sur les banques ou sur le marché). En d'autres termes, la question des marchés *versus* intermédiaires financiers est de seconde importance.

La vision des services financiers prône que les marchés et les intermédiaires sont alternatives. Ils assurent les mêmes fonctions avec différents degrés de succès (Boyd et Smith 1996 et Allen et Gale 1999). Par exemple, en encourageant la compétition au niveau du contrôle interne et en créant deux manières alternatives de financer les opportunités d'investissement, les marchés financiers réduisent les effets pervers des intermédiaires financiers puissants. Rajan (1992) démontre que le choix des firmes des sources de financement est le choix de la priorité pour sa dette restreint le pouvoir des banques. Les marchés réduisent l'incitation des banques de contrôler excessivement les firmes. La complémentarité s'observe au niveau de l'avantage comparatif des intermédiaires et des marchés de traiter différents types d'information. Les intermédiaires peuvent bénéficier des économies d'échelle croissant dans la réduction des méfaits des asymétries d'information, mais rencontrent des problèmes dans le traitement de l'incertitude, l'innovation, et des nouvelles idées.

Au contraire les marchés peuvent être plus efficaces dans le financement des industries où il y a relativement un manque de données; c'est-à-dire les industries où l'information est dispersée et où une diversité d'opinion persiste. Demirgüç-kunt et Levine (1996) utilisent des données relatives aux firmes et démontrent qu'un accroissement dans le développement des marchés entraîne un accroissement dans l'utilisation de la finance des banques dans les pays développés. Cela étant, ces deux éléments du système financier agissent comme compléments durant le processus de développement. Une autre étude empirique de Levine (2000), la première étude en coupe transversale de la structure financière, supporte la vision des services financiers. Ceci évoque la question suivante: quelles sont les conditions nécessaires pour fournir de meilleurs services financiers.

La vision légale

La vision de la loi et de la finance est une extension de la vision des services financiers. Elle est avancée par Laporta et al (1997, 1998, 1999). Les auteurs rejettent le débat centré sur la vision- intermédiaires financiers *versus* marchés financiers. Levine (2000) considère que la création d'un système légal efficace qui

supporte le droit des investisseurs est essentielle pour la provision des services financiers. La vision légale suppose que le développement financier défini par le système réglementaire et légal prédit la croissance économique.

Qu'est ce qui fait que dans des pays le développement du système financier arrive à promouvoir la croissance et dans d'autres non ?

La théorie de la loi et de la finance (*law and finance theory*) apporte des clarifications à cette question, et s'intéresse au rôle joué par l'environnement légal et institutionnel dans l'explication de la différence des niveaux de développement financier entre les pays. Par exemple cette théorie stipule, que dans les pays où le système légal en place respecte rigoureusement les droits de propriété, protège les contrats entre privés et les droits légaux des investisseurs, les épargnants se trouvent plus disposés à financer les entreprises chercheuses de fonds et contribue donc au fleurissement des marchés de capitaux. L'absence de ce cadre légal évince les entrepreneurs de la possibilité d'avoir accès aux financements privés et empêche donc le développement financier.

Chakraborty et Ray (2004), dans un modèle où la structure financière émerge de façon endogène démontrent qu'il est possible pour deux pays à différents systèmes financiers d'avoir le même taux de croissance. Démergüç-Kunt et Levine (2001) énoncent que les caractéristiques du pays et la qualité des services financiers sont plus importants dans la détermination de la croissance. Au total, la majorité des auteurs pensent que les intermédiaires et les marchés sont complémentaires plutôt que substituables; « in the end, it is not markets versus intermediaries, but rather of markets and intermediaries » Allen Gale (2000, 21).

V. Système financiers et croissance: une analyse empirique

Après avoir étudié du point de vue théorique la relation entre les intermédiaires financiers et la croissance d'un côté, les marchés financiers, la structure financière et la croissance de l'autre côté, nous allons regrouper ces deux composantes afin d'analyser l'impact empirique du système financier sur la croissance économique.

Pour cela, nous utilisons un modèle où nous régressons le PIB par tête d'habitant sur les variables de développement du système financier, tout en contrôlant les autres facteurs qui agissent sur la croissance économique. Conformément aux analyses récentes, nous utilisons les techniques de données de panel. Nous utilisons des données annuelles relatives à la période (1990-2009).

Le modèle se présente comme suit:

$$Y_{i,t} = aX_{i,t} + bZ_{i,t} + \varepsilon_i + \gamma_t + \delta_{it} + C \quad \text{pour } i=1, \dots, N \text{ et } t=1, \dots, T$$

Avec, $Y_{i,t}$: C'est la variable endogène du pays i à la période t . Il s'agit de l'indicateur de croissance que nous présentons dans la partie consacrée à l'étude des variables. $X_{i,t}$: Matrice des variables servant de noyau dans une étude des

déterminants de la croissance. $Z_{i,t}$: Matrice des variables caractérisant les intermédiaires et les marchés financiers de chaque pays. ε_t : Effet spécifique permettant de contrôler les différences non observables qui existent entre les unités statistiques. γ_t : Effet temporel permettant de contrôler les chocs conjoncturels qui frappent les économies. $\delta_{i,t}$: Perturbation aléatoire, identiquement et indépendamment distribuée dans le temps et parmi les pays et suivant la loi normale $(0, \sigma^2)$.

Les variables endogènes et exogènes qui seront utilisés dans l'analyse en données de panel que nous effectuons sont les suivantes:

1. La variable endogène

L'indicateur de croissance que nous utilisons constitue la variable endogène des différents modèles. Cette variable correspond à une variable utilisée par un ensemble d'études relatives à la relation entre la croissance et le développement financier. Cette variable est le logarithme du PIB par tête d'habitant (Log PIB). Elle est égale au Log du produit intérieur brut constant (base 1995) de chaque pays de notre échantillon sur la période considérée, rapporté à la population. Les valeurs de cette variable sont extraites de la base de données de la Banque Mondiale relative aux indicateurs mondiaux de développement.

2. Les variables exogènes

En ce qui concerne les variables exogènes, nous introduisons, dans un premier temps dans nos différents modèles, six variables essentielles dans l'explication de la croissance.

Le capital humain: L'enseignement principal de ces modèles de croissance est que l'accroissement du niveau de qualification de la population active est un déterminant essentiel de la croissance. L'accumulation du capital humain permet de soutenir la croissance à long terme en agissant directement sur la productivité de la main-d'œuvre, mais aussi à travers des externalités positives que cette amélioration engendre. Pour caractériser cette variable, nous retenons la variable **EDU** qui correspond au taux de scolarisation secondaire en logarithme. Le taux de scolarisation est obtenu à partir du World Développement Indicators Data Base (2011).

Le taux d'inflation: Ce qui justifie l'introduction du taux d'inflation comme variable explicative de la croissance est le concept de la répression financière. Un taux d'inflation élevé caractérise les économies caractérisées par la répression financière. L'inflation élevée peut encourager les investissements spéculatifs et peu productifs. Cela défavorise ainsi les investissements à long terme et exerce un effet nuisible à la croissance. Les données relatives à cette variable sont disponibles dans le site de la Banque Mondiale 2011. La variable **INFL** est égale à $(1 + L'$ inflation fournie par le déflateur du PIB). Le signe attendu pour cette variable est donc négatif.

Les dépenses publiques: Les dépenses du gouvernement peuvent agir positivement sur la croissance en stimulant la demande de biens et services, ce qui entraîne l'augmentation de la production et dope la croissance. Les dépenses

publiques peuvent, à travers les dépenses d'éducation, de santé et d'autres services qui contribuent à l'accumulation du capital humain, augmenter la productivité marginale des facteurs de production et la croissance. Mais, ces dépenses peuvent avoir un effet négatif sur la croissance quand le scénario suivants se produit: L'augmentation des dépenses publiques entraîne une augmentation de l'offre de la monnaie, ce qui fait repartir l'inflation et diminue, par effet de cascade, l'épargne, l'investissement, la production et la croissance. Cette variable est nommée **CPUB** qui est égale au logarithme de la consommation publique divisé par le PIB. Les données relatives à cette variable sont fournies par les statistiques de la Banque Mondiale (2011). Le signe attendu de la relation entre la croissance et les dépenses publiques est négatif.

L'ouverture commerciale: En général, l'effet de l'ouverture sur la croissance passe par trois voies: la formation du capital physique (croissance tirée par l'investissement et induite par l'ouverture), le capital humain (croissance tirée par les compétences et induite par l'ouverture) et le savoir (croissance tirée par la technologie et induite par l'ouverture). Pour mesurer le degré d'ouverture des pays en voie de développement on recourt au taux d'ouverture de l'économie qui est égal au ratio des exportations plus les importations divisées par le PIB exprimé en logarithme. Ce ratio **OUV** est fourni par la base de données de la Banque Mondiale (2011).

Les indicateurs de développement financier

Les crédits au secteur privé:

Les crédits au secteur privé (par les banques et institutions non bancaires) par rapport au PIB **CSP** mesurent l'activité des intermédiaires financiers sous l'aspect de l'une de leurs principales fonctions: canaliser l'épargne vers les investisseurs. Cet indicateur isole les crédits au secteur privé des crédits alloués au gouvernement et aux entreprises publiques, ainsi que des crédits de la Banque Centrale.

La capitalisation boursière:

La capitalisation boursière **CAP** mesure la taille du marché boursier. Elle est égale au rapport entre la valeur des actions des entreprises cotées en bourse et le PIB. L'utilisation de cet indicateur présuppose une corrélation positive entre la taille du marché boursier et sa capacité à mobiliser le capital et à la diversification des risques

Ces deux indicateurs de développement financier sont directement obtenus de la base de données de la Banque Mondiale (2011). Nous prenons en compte le logarithme de ces deux variables dans notre travail empirique. Le signe attendu pour chacune de ces deux variables est positif. En effet, comme nous l'avons précisé auparavant, la plupart des études menées à ce sujet, aboutissent à l'effet positif du développement des intermédiaires financiers et des marchés sur la croissance.

Nous régressons le logarithme du PIB par tête sur ces deux indicateurs de développement du système financier auxquels on rajoute les variables de contrôle. Les régressions portent sur un échantillon de 22 pays (annexe 1) et la période entre 1990-2009. Les résultats de ces régressions sont regroupés dans le tableau (1).

Tableau 1: Systèmes financiers et croissance: régression en données de Panel, 1990-2009.
Variable dépendante: Log PIB

Variables explicatives	Effet fixe	Effet aléatoire
EDU	0,4318* (7,75)	0,4513* (8,23)
INFL	-0,1682* (-3,11)	-0,1670* (-3,12)
CPUB	-0,4295* (-5,14)	-0,4077* (-4,96)
OUV	0,4834* (5,63)	0,4460* (5,33)
CSP	0,3177* (5,082)	0,3192* (5,98)
CAP	0,0547** (2,03)	0,0548** (2,05)
C		4,0517* (8,97)
Hausman		9,02 (0,1723)
N OBS	440	440

Les t- de Student sont entre parenthèses
*significatif à 1%, **significatif à 5%, *** significatif à 10%.

Comme le montre le tableau présenté ci-dessus, le développement du système financier en général est positivement et significativement lié à la croissance économique. Le coefficient du crédit au secteur privé par rapport au PIB est positif. Il est égal à 0,3192. De même, le coefficient de la variable capitalisation boursière est égal à 0,0548 (annexe II). L'observation de la valeur de ces deux coefficients démontre le rôle prépondérant de l'intermédiation financière dans le financement de la croissance dans les pays en voie de développement. En effet, malgré le fait que les marchés financiers stimulent la croissance dans ces pays, leur taille et leur activité demeurent embryonnaires.

Le capital humain **EDU** est positivement et significativement lié à la croissance. Une augmentation de 1% du taux de scolarisation secondaire entraîne une augmentation du PIB par tête d'habitant de 0,4513% par année (modèle à effet aléatoire: voir tableau 1). Le résultat corrobore les présomptions des théories de la croissance endogène. L'accumulation du capital humain permet de soutenir la croissance à long terme en agissant directement sur la productivité de la main-d'œuvre et la capacité de la main d'œuvre de maîtriser les nouvelles technologies.

L'inflation **INFL**: le signe du coefficient est négatif et la variable est statistiquement significative. Un accroissement dans le taux d'inflation de 1%

réduit le PIB par tête d'habitant de 0,1670%. L'inflation entrave l'accumulation des actifs monétaires, indispensables à l'investissement et à la croissance.

Les dépenses publiques: le coefficient estimé de **CPUB**, qui est le ratio des dépenses publiques sur PIB, est négatif (-0,4077) comme présenté dans le tableau 1. Une augmentation de 1% de CPUB réduit le PIB par tête d'habitant de 0,40%. Il est à signaler que l'augmentation des dépenses publiques, dans les pays en voie de développement, a entraîné une augmentation de l'offre de monnaie, ce qui a fait repartir l'inflation et a diminué l'épargne, l'investissement, la production et la croissance. De même, l'augmentation des dépenses publiques a réduit les dépenses du secteur privé par son effet sur le taux d'intérêt.

L'ouverture commerciale: le coefficient de la variable **OUV** est positif (0,4460). Il est fortement et statistiquement significatif comme le démontre le tableau 1. Ceci démontre qu'en moyenne, un accroissement de 1% du ratio d'ouverture commerciale fait augmenter le PIB par tête de 0,44 % par année. L'ouverture commerciale avale la croissance dans les pays en voie de développement comme le préconisent les théoriciens de la croissance endogène.

Au total, les marchés financiers et les intermédiaires sont complémentaires dans le financement de la croissance des PVD. Ce qui compte est l'interaction dynamique entre ces deux composantes du système financier, la cohérence d'ensemble des dispositifs et leur utilité pour le développement économique.

VI. Conclusion

L'évolution récente des modèles de croissance endogène a permis de revenir sur des débats anciens concernant le lien entre la sphère réelle et la sphère financière. Ce rapport entre croissance et développement financier est crucial pour le financement de l'économie. Le système financier est en effet au cœur de la relation entre l'épargne et l'investissement et son développement est ainsi considéré par les modèles de croissance endogène comme étant favorable à la croissance économique. Cette affirmation est loin d'être sûre ce qui justifie la problématique de notre étude qui consiste à comprendre les différentes relations entre le système financier et la croissance et d'analyser l'interaction entre le développement du système financier et l'évolution de la croissance dans les pays en voie de développement.

Afin de mener cette analyse, nous avons commencé par étudier l'influence de la répression financière et celle de la politique de libéralisation financière sur le développement du système financier et sur la croissance. L'idée à la base est qu'une libéralisation financière bien conçue peut favoriser le développement financier et la croissance économique si (a) l'environnement macroéconomique est favorable à la mise en œuvre des réformes, (b) le système de surveillance et de réglementation des institutions financières est efficace et (c) l'ordonnement des réformes est adéquat.

Nous avons abordé le lien entre la composante la plus importante dans un système financier, à savoir les intermédiaires financiers, et la croissance. Nous avons montré le rôle clé et primordial que peuvent jouer les banques dans l'évolution de la croissance. L'intermédiation financière exerce un effet positif sur la croissance. Cet aspect est réalisable principalement via l'allocation des ressources aux projets les plus productifs. L'impact de développement du système financier dans son ensemble a occupé aussi notre attention. Ainsi, nous avons traité d'abord les marchés financiers. Ces marchés exercent un effet positif sur la croissance. En effet, le développement des marchés financiers, que se soit à travers la taille ou la liquidité, entraîne une amélioration du taux de croissance à long terme. A ce stade de notre étude, on a considéré qu'il est important d'aborder le système financier dans son ensemble en intégrant à la fois les banques et les marchés financiers. Nous avons remarqué, tout d'abord, que la coexistence des intermédiaires financiers et des marchés est essentielle pour l'évolution de la croissance. Ces deux composantes sont complémentaires dans le financement de la croissance. Le travail empirique effectué en combinant des indicateurs de développement des intermédiaires et des marchés financiers et la croissance mène à la conclusion suivante: le développement du système financier a un impact positif et significatif sur la croissance à long terme. Néanmoins, il est à remarquer que le développement des intermédiaires possède une influence plus importante que celle des marchés financiers sur la croissance dans les pays en voie de développement. Le développement du système financier est très important pour les pays en voie de développement. Pour cette raison, il est recommandé de développer le cadre comptable, légal, et institutionnel. La coexistence des deux modes de financement est aussi indispensable, car elle permet au système de continuer de fonctionner lorsque la principale forme d'intermédiation fait défaut.

Au total, nous avons tenté tout au long de cet article de mener une analyse du développement du système financier et son interaction avec la croissance économique dans les pays en voie de développement. Ce sujet toutefois est assez large et connaît tellement de développements dans la littérature économique, qu'il est impossible d'aborder toute les facettes de la liaison. Pour cela, nous proposons certains prolongements qui nous paraissent nécessaires à cette étude. Un des prolongements possible est d'effectuer une analyse comparative de la nature du lien empirique entre développement du système financier et la croissance entre les pays en voie de développement et les pays développés.

ANNEXE

Annexe (A1)

LISTE DES PAYS QUI COMPOSENT L'ECHANTILLON UTILISE

ARGENTINE, BRESIL, CHILI, CHYPRE, EGYPTE, GHANA, IRAN, JORDANIE,
COREE, KOUËIT, MALISIE, MEXIQUE, MAROC, OMAN, PHILIPPINES, AFRIQUE
DU SUD, THAILANDE, TRINITE-ET-TOBAGO, TANZANI, TUNISIE,
TIRQUIE, VENZUELA

Annexe (A2)

Panel Regression - Estimation by Fixed Effects

Dependent Variable PIBT

Panel(20) of Undated Data From 1//01 To 22//20
Usable Observations 440 Degrees of Freedom 412
Centered R**2 0.930905 R Bar **2 0.926377
Uncentered R**2 0.998739 T x R**2 439.445
Mean of Dependent Variable 8.0989280072
Std Error of Dependent Variable 1.1055969336
Standard Error of Estimate 0.2999877187
Sum of Squared Residuals 37.076964132
Regression F(27,412) 205.5857
Significance Level of F 0.00000000
Log Likelihood -80.10160

Variable	Coeff	Std Error	T-Stat	Signif
1. EDU	0.431892307	0.055703874	7.75336	0.00000000
2. INFL	-0.168235153	0.054003396	-3.11527	0.00196627
3. CPUB	-0.429500661	0.083410734	-5.14923	0.00000041
4. OUV	0.483464999	0.085754967	5.63775	0.00000003
5. CAP	0.054741531	0.026939837	2.03199	0.04279556
6. CSP	0.317747468	0.054555855	5.82426	0.00000001

Panel Regression - Estimation by Random Effects

Dependent Variable PIBT

Panel(20) of Undated Data From 1//01 To 22//20
Usable Observations 440 Degrees of Freedom 433
Mean of Dependent Variable 8.0989280072
Std Error of Dependent Variable 1.1055969336
Standard Error of Estimate 0.2927643861
Sum of Squared Residuals 37.112856848
Log Likelihood -148.49672
Hausman Test(6) 9.021127
Significance Level 0.17239338

Variable	Coeff	Std Error	T-Stat	Signif
1. Constant	4.051725143	0.451225591	8.97938	0.00000000
2. EDU	0.451354360	0.054778629	8.23961	0.00000000
3. INFL	-0.167083496	0.053537791	-3.12085	0.00180329
4. CPUB	-0.407738676	0.082135578	-4.96422	0.00000069
5. OUV	0.446048238	0.083531394	5.33989	0.00000009
6. CAP	0.054873716	0.026639138	2.05989	0.03940898
7. CSP	0.319217066	0.053364711	5.98180	0.00000000

Bibliographie

- Allen, F., Gale, D. (1997). „Financial markets, intermediaries, and intertemporal smoothing”. *Journal of Political Economy* 1, 523–546.
- Allen, F., Gale, D. (2000). *Comparing Financial Systems*. MIT Press, Cambridge, MA.
- Bencivenga, V.R., Smith, B.D. (1991). „Financial intermediation and endogenous growth”. *Review of Economics Studies* 58, 195–209.
- Bencivenga, V.R., Smith, B.D., Starr, R.M. (1995). „Transactions costs, technological choice, and endogenous growth”. *Journal of Economic Theory* 67, 53–177
- Berthelemy, J-C., A.Varoudakis (1994). „Intermédiation financière et croissance endogène”. *Revue économique*, vol.46, n°3, mai, 737-750
- Boot, A.W.A., Greenbaum, S.J., Thakor, A. (1993). „Reputation and discretion in financial contracting”. *American Economic Review* 83, 1165–1183.
- Chakraborty, S., Ray, R. (2004). „Bank-based versus market-based financial systems: A growth-theoretic analysis”. Mimeo. University of Oregon (Department of Economics).
- Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (1996). „Stock market development and financial intermediaries: Stylized facts”. *World Bank Economic Review* 10, 291–322.
- Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (2001). „Financial structure and economic growth: Perspectives and lessons”. In: Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (Eds.), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*. MIT Press, Cambridge, MA, pp. 3–14.
- Filler, Randall K., Jan Hanousek., Nauro F. Campos. (1999). „Do Stock Market Promote Economic Growth?”. The William Davidson Institute (University of Michigan Business School). Working Paper Series, No. 267 September.
- Galbis, V. (1977). „ Financial Intermediation and Economic Growth in Less Developed Countries: A theoretical Approach”. *Journal of Development Studies*, vol 13, n°2, janvier 1977, 58-72.
- Gertler, M., A. Rose. (1991). „Finance, Growth and Public Policy.” Policy Research Working Paper Series, 814. The World Bank.
- Goldsmith, R.W. (1969). *Financial Structure and Development*. Yale University Press, New Haven, CT.
- Greenwood, J., Jovanovic, B. (1990). „Financial development, growth, and the distribution of income”. *Journal of Political Economy* 98, 1076–1107.
- Greenwood, J., Smith, B. (1997). „Financial markets in development, and the development of financial markets”. *Journal of Economic Dynamics and Control* 21, 145–181.
- Gurley, J.G., E.S. Shaw (1967). „Financial Development and Economic Development”. *Economic Development and Cultural Change* vol.15, no.3, April, 257-268
- Holmstrom, B., Tirole, J. (1993). „Market liquidity and performance monitoring”. *Journal of Political Economy* 101, 678–709.
- Kapur, B. (1976). „Alternative Stabilization Policies for Less Developed Economies”. *Journal of Political Economy*, vol 84, n°4, août 1976, 777-795.
- Kapur, B. (1983). „Optimal financial and Foreign-Exchange Liberalization of Less Developed Economies”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol 98, n°1, Février, 41-62.
- King, R.G., Levine, R. (1993). „Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence”. *Journal of Monetary Economics* 32, 513–542.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1999). „Corporate ownership around the world”. *Journal of Finance* 54, 471–517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1997). „Legal determinants of external finance”. *Journal of Finance* 52, 1131–1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1998). „Law and finance”. *Journal of Political Economy* 106, 1113–1155.

- Levine, R. (1991). „Stock markets, growth, and tax policy”. *Journal of Finance* 46, 1445–1465.
- Levine, R. (1997). „Financial development and economic growth: Views and agenda”. *Journal of Economic Literature* 35, 688–726.
- Levine, R. (1998). „The legal environment, banks, and long-run economic growth”. *Journal of Money, Credit, and Banking* 30, 596–613.
- Levine, R. (1999). „Law, finance, and economic growth”. *Journal of Financial Intermediation* 8, 36–67.
- Levine, R. (2002). „Bank-based or market-based financial systems: Which is better?”. *Journal of Financial Intermediation* 11, 398–428.
- Levine, R., Loayza, N., Beck, T. (2000). „Financial intermediation and growth: Causality and causes”. *Journal of Monetary Economics* 46, 31–77.
- Mathieson, D.J. (1979). „Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy”. *IMF Staff Papers*, vol. 26, n°23, septembre 1979, 450-489.
- Mathieson, D.J. (1980). „Financial Reform and Stabilization Policy in a developing Economy”. *Journal of Development Economics*, vol 7, n°3, Septembre, 359-395.
- McKinnon, R.I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution, Washington, DC.
- Pagano, M. (1993) . „ Financial Markets and Growth”, *European Economic Review*, n°37, 613-622.
- Roubini, N., Sala-i-Martin, X. (1995). „A growth model of inflation, tax evasion, and financial repression”. *Journal of Monetary Economics* 35, 275–301.
- Saint-Paul, G. (1992). „Technological choice, financial markets and economic development”. *European Economic Review* 36, 763–781.
- Schumpeter, J.A. (1912). *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*. Dunker & Humblot, Leipzig. *The Theory of Economic Development* translated by R. Opie. Harvard University Press, Cambridge, MA, 1934.
- Shaw, Edward (1973). *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press).
- Solow, R.M., (1956). „A Contribution to the Theory of Economic Growth”. *Quarterly Journal of Economics* 70 (1), 65 - 94.
- Stiglitz, J., Weiss, A., (1981). „Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”. *American Economic Review* 71 (3), 393, □410.
- Stiglitz, J.E. (1985). „Credit markets and the control of capital”. *Journal of Money, Credit and Banking* 17, 133–152.
- Taylor, L. (1983). *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*. New York, Basic Books.
- Van Wijnbergen, S. (1983). „Interest Rate management in LCD's”. *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, n°3, septembre 1983, 433-452.
- Vogel, R.C. et Buser, S.A. (1976). *Inflation, Financial Reform, and Capital Formation in Latin America* in *Money and Finance in economic Growth and Development: Essays in Honor of E.S. SHAW*, Ed. by R.I. Mac Kinnon, New York, Marcel Dekker, pp. 35-70.