



# Question de confiance

Marc Quintyn et Geneviève Verdier

**L**A RÉCENTE crise financière est partie de pays dont le système financier était particulièrement développé, et cela soulève des questions sur les avantages de tels systèmes. Pourtant on continue de s'accorder sur le point que le développement financier — la création d'un système qui assure une intermédiation efficace entre l'épargne et l'investissement en passant par la banque, l'assurance et les marchés d'actions et d'obligations — contribue à améliorer la croissance et le niveau de vie.

Pour bénéficier de marchés financiers approfondis et actifs, beaucoup de pays ont libéralisé leur système, espérant stimuler ainsi le développement de ce secteur. Les pays industrialisés ont été les premiers à se lancer dans les réformes pendant les années 70, suivis par de nombreuses économies à revenu moyen et faible. Toutefois, ces efforts ont eu des résultats inégaux : la libéralisation a certes facilité le développement financier dans de nombreux pays, mais le plus souvent le système est resté faible

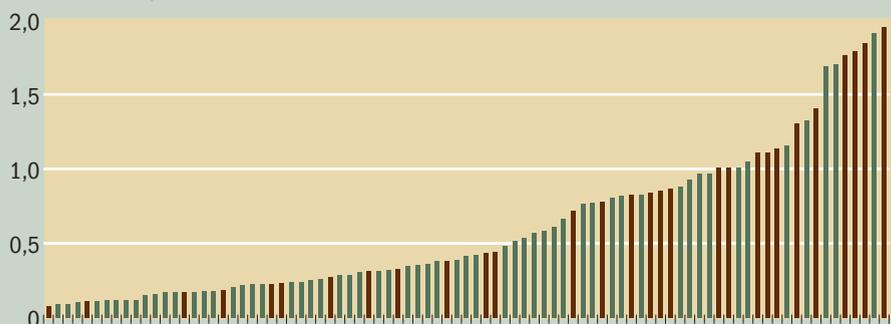
et sous-développé, si l'on en juge par la plupart des critères de comparaison. Dans certains cas même, une poussée à court terme du développement financier a déclenché une grave crise dans ce secteur après la libéralisation. La diversité de ces résultats (voir graphique) incite depuis des décennies les économistes à chercher quelles sont les politiques et les structures institutionnelles les plus favorables au développement financier.

**La confiance dans le gouvernement est la clé du développement financier**

## L'approfondissement des marchés financiers

Le degré de développement financier, mesuré par le montant du crédit disponible dans l'économie, varie beaucoup selon les pays.

(différences entre pays dans le ratio crédit au secteur privé/PIB, chiffres de 2005)



Source : Calculs des auteurs fondés sur les *Indicateurs du développement dans le monde* de la Banque Mondiale.

Note : Chaque barre représente un pays; les barres rouges représentent les pays qui ont connu un épisode d'accélération ayant duré 10 ans ou plus.

Nous avons constaté que la libéralisation est une condition nécessaire mais non suffisante du développement financier (Quintyn et Verdier, 2010). Nos recherches arrivent à la conclusion que le développement du secteur dépend non seulement de l'environnement macroéconomique, de l'orientation de la politique et de principes comme le droit de propriété et le respect des contrats, mais surtout de la qualité du système politique qui fait appliquer ces principes. Les institutions qui encadrent l'action des dirigeants politiques garantissent aux épargnants, investisseurs et emprunteurs que leur droit de propriété sera protégé.

### De la répression à la libéralisation

Les tentatives faites après la Seconde Guerre mondiale pour utiliser le système financier comme moteur de la croissance économique se caractérisaient par une intervention directe de l'État visant à canaliser les fonds vers les secteurs considérés comme essentiels au développement. Cette stratégie, populaire dans les pays à revenu faible ou moyen, a même été employée dans une certaine mesure par plusieurs économies avancées. Sous sa forme extrême, elle s'appuyait sur les banques publiques et toute une série de contrôles administratifs sur les établissements

## Les institutions qui encadrent l'action des dirigeants politiques garantissent aux épargnants, investisseurs et emprunteurs que leur droit de propriété sera protégé.

financiers (réglementation des taux d'intérêt, plafonnement du crédit, orientation du crédit et limitation stricte de l'entrée dans le secteur). Or, loin de donner les résultats attendus en matière de croissance et de développement, elle a eu des effets négatifs, notamment une allocation suboptimale du capital et une corruption généralisée; de plus elle a découragé l'épargne.

Cette stratégie, baptisée «*répression financière*» par des auteurs comme McKinnon (1973) et Shaw (1973), a été progressivement abandonnée au début des années 70. Elle a été remplacée par la *libéralisation financière* : élimination des contrôles administratifs sur les établissements (y compris sur les taux d'intérêt); privatisation des banques publiques et augmentation du nombre d'établissements agréés; entrée de banques étrangères dans le secteur domestique et (plus tard au cours du processus) ouverture du compte de capital. Le but ultime de ces mesures était de mettre en place un système financier concurrentiel capable d'allouer les ressources à l'économie sur la base du risque et du rendement. Cette libéralisation nécessitait une nouvelle approche du contrôle prudentiel afin de garantir que la gestion du risque par les établissements financiers reposât sur une base solide.

Beaucoup de pays se sont depuis lancés dans ce type de libéralisation avec des résultats contrastés. En fait, l'écart entre les pays ayant un système financier développé, quand on le mesure par le crédit bancaire au secteur privé en pourcentage du produit intérieur brut (PIB), critère communément utilisé

du développement financier, et les «*traînard*s», n'a fait qu'augmenter depuis les années 90. Pour mieux montrer le rôle des banques comme intermédiaires des ressources financières, nous préférons utiliser le crédit au secteur privé plutôt que d'autres critères, comme le ratio dépôts bancaires/PIB. Certes, le crédit au secteur privé ne prend pas en compte d'autres éléments du développement du secteur comme la qualité des services financiers ou l'essor du marché boursier. Toutefois, comme la plupart des systèmes financiers sont dominés par les banques et comme les données sur le crédit au secteur privé sont aisément disponibles pour une large gamme d'économies, nous avons choisi cette variable qui à notre avis reflète bien les grandes évolutions dans la plupart des pays.

### Les promesses doivent être tenues

Pour expliquer ces résultats décevants, certaines recherches privilégient le système juridique parmi tous les autres facteurs institutionnels qui jouent un rôle crucial dans le développement financier. Par exemple, la *common law* favorise le développement financier parce qu'elle protège mieux les individus contre l'État que les autres traditions juridiques (La Porta *et al.*, 1998).

D'autres chercheurs ont étudié dans quelle mesure les pays protègent *efficacement* les droits de propriété (Acemoglu et Johnson, 2005). Toute transaction financière implique la promesse d'un remboursement futur. Les agents économiques s'engagent volontairement dans des transactions financières si cette promesse s'appuie sur un système crédible d'exécution de la loi, c'est-à-dire si leur droit de propriété est vraiment protégé. Donc, selon cet argument, il n'y a développement financier soutenu que si toutes les parties impliquées estiment que les promesses seront tenues.

Cette constatation, bien qu'importante, soulève la question de savoir à qui incombe la protection *efficace* des droits de propriété. Plusieurs auteurs affirment que les institutions politiques jouent un rôle déterminant : fondamentalement, seuls les pouvoirs publics peuvent garantir que la protection n'est pas seulement inscrite dans la loi, mais effectivement appliquée. Les agents économiques doivent être certains que le système politique incitera les dirigeants à faire respecter les droits de propriété. Pour que le développement financier soit vraiment assuré, il faut que le gouvernement soit suffisamment puissant pour protéger ces droits et prêt à réfréner son propre pouvoir pour empêcher les abus (Haber, North et Weingast, 2008; Keefer, 2008). Cet équilibre délicat repose sur l'acceptation par les acteurs politiques d'un système de freins et de contrepoids. La confiance dans le gouvernement se traduira ainsi par une intensification de l'activité financière. Selon cette thèse, la qualité des institutions politiques est le principal déterminant du développement financier. Nous avons d'ailleurs constaté que la plupart des épisodes durables d'approfondissement ont eu lieu dans des pays qui possédaient des institutions politiques stables et de haute qualité.

### L'accélération du développement financier

Pour tester cette hypothèse, nous avons analysé l'évolution du ratio crédit au secteur privé/PIB pour un échantillon de 160 pays à revenu élevé, moyen et faible en 1960–2005 et identifié 209 périodes de développement financier accéléré — défini

comme une croissance annuelle du crédit au secteur privé en pourcentage du PIB dépassant 2 % pendant au moins cinq ans. Nous avons appliqué une moyenne mobile centrée sur trois ans qui nous permet d'éviter les «accidents» ou les changements aléatoires sur un an.

La durée des épisodes d'accélération va de 5 ans (minimum imposé) à 22 ans. Partant des critères établis dans les études antérieures, nous avons divisé les épisodes d'accélération en périodes courtes (de 5 à 10 ans) et longues et soutenues (plus de 10 ans). Sur les 209 épisodes, seuls 48 — un peu plus d'un cinquième — étaient longs. La plupart des pays qui ont aujourd'hui des systèmes financiers très développés ont connu une accélération soutenue à un certain moment pendant les cinquante dernières années. Cela n'est pourtant pas en soi une garantie de succès; plusieurs pays ont connu des rechutes.

Pour tester notre hypothèse concernant les institutions politiques, nous avons comparé les conditions économiques et institutionnelles au début des périodes d'accélération courtes et longues. Nous avons examiné si, et comment, un ensemble donné de facteurs — variables macroéconomiques, libéralisation financière et types d'institutions politiques — influent sur l'accélération. Les variables macroéconomiques sont la croissance du PIB et l'inflation. La libéralisation financière est exprimée par un indice. La qualité des institutions est représentée par un indice d'organisation politique (Projet Polity IV) qui va de -10 (régime autocratique) à +10 (régime démocratique).

Nous constatons que les déterminants de l'accélération financière varient selon la durée des épisodes. Des conditions macroéconomiques favorables augmentent la probabilité de tous les types d'accélération. La libéralisation financière exerce le même effet. Quand un pays prend des mesures pour libéraliser son système financier, cela influe de façon importante sur la probabilité de tous les types d'accélération.

La variable la plus déterminante est celle des institutions politiques. Nos résultats appuient fortement l'idée que ces institutions jouent un rôle essentiel, et que donc les pays ayant un système de freins et de contrepoids — à savoir les régimes démocratiques — ont plus de chances de connaître un développement financier soutenu. En revanche, nous constatons que cette variable a un effet significatif et négatif sur la probabilité d'une courte période

d'accélération, ce qui amène à penser que les pays ayant un système à fort contenu démocratique risquent moins de connaître un développement financier éphémère.

Pour rechercher l'influence de la stabilité politique sur le développement financier, nous avons aussi considéré l'effet de la durabilité (durée en années) du régime politique. Les résultats montrent que la durabilité des régimes démocratiques, qui conjuguent stabilité et qualité des institutions politiques, augmente beaucoup la probabilité d'une période soutenue de développement financier.

### Un terrain fertile

Nous constatons que les pays ayant des institutions politiques faibles risquent davantage de subir une poussée temporaire du développement financier. En revanche, les pays dont les institutions comportent des freins et contrepoids ont plus de chances de connaître un véritable approfondissement financier durable après la libéralisation. Les régimes démocratiques durables — ceux qui conjuguent stabilité, qualité des institutions et soumission des dirigeants à un système de freins et de contrepoids — fournissent le terrain le plus fertile pour l'approfondissement financier.

La libéralisation est un puissant moteur d'accélération financière, mais elle ne suffit pas pour un approfondissement soutenu du secteur. Cela nécessite des mesures de libéralisation financière appuyées par un environnement politique qui inspire la confiance, la conviction que les promesses financières seront tenues et que le gouvernement fera respecter les droits de propriété. Cette confiance se fonde sur la qualité des institutions politiques et leur durabilité. ■

*Marc Quintyn est chef de division à l'Institut du FMI et Geneviève Verdier est économiste au Département Afrique du FMI.*

#### Bibliographie :

Acemoglu, Daron, and Simon Johnson, 2005, "Unbundling Institutions," *Journal of Political Economy*, Vol. 113, No. 5, p. 949-95.

Haber, Stephen, Douglass North, and Barry Weingast, 2008, "Political Institutions and Financial Development," in *Political Institutions and Financial Development*, ed. by Stephen Haber, Douglass North, and Barry Weingast (Stanford, California: Stanford University Press), p. 1-9.

Keefer, Philip, 2008, "Beyond Legal Origin and Checks and Balances: Political Credibility, Citizen Information, and Financial Sector Development," in *Political Institutions and Financial Development*, ed. by Stephen Haber, Douglass North, and Barry Weingast (Stanford, California: Stanford University Press), p. 125-55.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 1998, "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, p. 1113-55.

McKinnon, Ronald I., 1973, *Money and Capital in Economic Development* (Washington: Brookings Institution).

Polity IV Project, available at [www.systemicpeace.org/polity/polity4.htm](http://www.systemicpeace.org/polity/polity4.htm)

Quintyn, Marc, and Geneviève Verdier, 2010, "Mother, Can I Trust the Government? Sustained Financial Deepening—A Political Institutions View," *IMF Working Paper 10/210* (Washington: International Monetary Fund).

Shaw, Edward S., 1973, *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press).

### Quel accélérateur?

Les déterminants varient selon la longueur de la période d'accélération.

	Accélération durant de 5 à 10 ans	Accélération durant plus de 10 ans
<b>Macroéconomiques</b>		
Croissance économique réelle	+	+
<b>Financiers</b>		
Libéralisation financière	+	+
Contrôle bancaire	-	+
<b>Politiques</b>		
Organisation institutionnelle	-	+
Démocratie durable	-	+
Autocratie durable	+	-
<b>Autres</b>		
Ratio crédit/PIB	-	-
PIB par habitant	+	+

Source : calculs des auteurs.  
 Note : Un signe plus (moins) indique une corrélation positive (négative) entre la variable et l'accélération financière.