

Structure financière et croissance économique : un tour d'horizon de la littérature

Veronika Dolar et Césaire Meh

Dans toute économie moderne, le système financier (qui englobe les marchés financiers, les systèmes de paiement et les intermédiaires financiers tels que les banques commerciales) a pour fonction économique principale de transformer l'épargne des ménages en investissements productifs. Cette fonction première peut être décomposée en trois grandes sous-fonctions, à savoir : la mobilisation de l'épargne, l'acquisition d'information et la gestion du risque. Les marchés financiers (c.-à-d. les marchés boursiers et obligataires) et les intermédiaires financiers (notamment les banques, les compagnies d'assurance et les organismes de placement collectif) sont deux types d'agents qui jouent ni plus ni moins le même rôle mais de manière différente et avec divers degrés de réussite. Les systèmes financiers qui reposent principalement sur le premier groupe d'agents sont dits fondés sur les marchés, alors que ceux qui s'appuient essentiellement sur le second sont dits basés sur les intermédiaires financiers.

À en juger par les résultats de nombreuses études transversales ou chronologiques qui ont porté sur plusieurs pays, secteurs ou entreprises, 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 un aspect ou rouage différent du système financier :

- *Importance des intermédiaires financiers* : Pour les tenants de ce premier point de vue, les systèmes qui reposent sur les intermédiaires financiers sont plus favorables à la croissance que les systèmes fondés sur les marchés. La raison principale en serait que les rapports étroits entre les intermédiaires financiers et les entreprises contribuent à réduire les coûts d'acquisition de l'information et imposent moins de contraintes financières aux entreprises, ce qui a des retombées bénéfiques sur l'investissement et la croissance économique.
- *Importance des marchés* : Les systèmes reposant sur les marchés stimuleraient davantage la croissance économique à long terme que les systèmes fondés sur les intermédiaires financiers. Cette conception dérive principalement du fait qu'en permettant aux gens de même opinion de se regrouper pour financer des projets, les marchés contribuent de façon efficace à financer l'adoption de nouvelles technologies, qui aiguillonnent à leur tour la croissance économique.
- *Importance des services financiers* : Selon ce courant de pensée, la question n'est pas de déterminer lesquels, des marchés ou des intermédiaires financiers, favorisent le plus la croissance, mais plutôt de créer un environnement qui assure un fonctionnement optimal des deux groupes d'agents, ou une prestation efficace des services financiers en général, et ce, quel que soit l'apport respectif des marchés et des intermédiaires financiers. Les facteurs déterminants de la croissance seraient la qualité et le niveau global de développement des services financiers, non pas la distinction entre marchés et intermédiaires.
- *Importance des cadres juridique et réglementaire* : Ce courant, qui est une extension du précédent, n'établit pas non plus de distinction entre les marchés et les intermédiaires financiers, mais insiste plutôt sur le fait que les cadres juridique et réglementaire jouent un rôle de premier plan dans la mise en place de services financiers qui favorisent la croissance. Par exemple, un système juridique bien développé, qui impose le respect des droits de propriété et des contrats, aide à réduire les coûts du financement externe en abaissant les coûts d'acquisition de l'information sur les entreprises. Il en résulte une hausse du financement externe de nature à stimuler la croissance économique.

Ainsi, selon les deux premières conceptions, les marchés et les intermédiaires financiers *se substituent* les uns aux autres, alors que, d'après les deux dernières, ils jouent un rôle *complémentaire* dans la prestation de services financiers qui favorisent la croissance.

Laquelle de ces conceptions cadre le mieux avec les données? L'étude du lien entre la structure financière et la croissance à long terme vise des relations complexes, aussi n'est-il pas surprenant qu'il n'existe pas de conclusions toutes simples. Cependant, si l'on examine la littérature, on constate que les explications privilégiant l'importance du développement des services financiers et des cadres juridique et réglementaire sont mieux fondées sur le plan empirique que celles mettant en avant le rôle des intermédiaires et des marchés. La majorité des chercheurs ayant étudié la question du point de vue empirique concluent que la structure financière (c'est-à-dire la mesure dans laquelle le système financier d'un pays repose sur les marchés ou sur les intermédiaires financiers) n'explique pas l'écart de croissance entre les économies. Par exemple, un pays ne se développe pas plus rapidement et les entreprises n'ont pas systématiquement un accès plus facile au financement externe dans l'un des deux systèmes. Ce résultat est corroboré par l'analyse empirique globale de Demirgüç-Kunt et Levine (2001) relative au lien entre la structure financière et la croissance économique. Ces auteurs ont utilisé les données les plus complètes sur le sujet et employé un éventail de méthodes économétriques, et pourtant, leur conclusion demeure toujours la même : la structure financière n'occupe pas une place centrale dans l'équation du développement économique. Ils soutiennent que « les réponses obtenues au terme d'analyses très diverses sont étonnamment claires [...] Le niveau global de développement du système financier [services financiers efficaces, intermédiaires bien établis et marchés efficaces] contribue à l'essor de l'économie, mais la structure financière en tant que telle ne semble pas tirer à conséquence. » (p. 12) [traduction]

Il y a une autre raison de considérer les marchés et les intermédiaires financiers comme complémentaires : les intermédiaires financiers sont des acteurs clés des marchés et ont tendance à jouer un rôle de soutien dans le bon fonctionnement de ceux-ci. Les investisseurs doivent posséder de vastes connaissances pour prendre part aux marchés financiers, ce qui rend leur participation onéreuse en temps et en argent. Les intermédiaires financiers permettent d'abaisser ces coûts en mettant en commun les fonds des investisseurs. Les coûts de participation de chaque investisseur sur le marché s'en

trouvent réduits. Grâce aux *économies d'échelle* ainsi réalisées, le coût par dollar d'investissement diminue à mesure que la taille des transactions augmente. En facilitant la participation des investisseurs sur les marchés financiers, les intermédiaires financiers concourent de façon importante au fonctionnement efficace des marchés. Les organismes de placement collectif sont le parfait exemple d'un intermédiaire financier auquel les économies d'échelle ont donné naissance et qui contribue à soutenir les marchés. Comme ces organismes achètent de gros blocs d'actions ou d'obligations, ils sont en mesure de profiter de coûts de transaction réduits. Cet argument trouve son écho dans l'étude des systèmes financiers réalisée par Allen et Gale (2001), qui se penchent sur la propriété des actions aux États-Unis. Ces auteurs ont établi qu'en 2000, les ménages américains détenaient moins de 40 % de l'ensemble des actions des entreprises, alors que la part des intermédiaires financiers, plus particulièrement les caisses de retraite et les organismes de placement collectif, dépassait 40 % du total. Ils en ont conclu que « l'on ne peut plus examiner le rôle des marchés financiers et celui des institutions financières (les intermédiaires) séparément. Au lieu d'intervenir *directement* entre les ménages et les entreprises, les institutions financières font de plus en plus office d'intermédiaires entre les ménages et les marchés, d'une part, et entre les entreprises et les marchés, d'autre part. » (p. 1) [traduction]

À notre avis, l'existence d'une relation entre la structure financière et la stabilité financière est une autre raison pour laquelle un niveau avancé de développement est nécessaire tant dans le cas des marchés que pour les intermédiaires financiers. En cas de crise dans une composante du système, on pourra ainsi prendre appui sur un autre pilier de ce dernier. Alan Greenspan (1999) défend cette opinion avec éloquence :

Ce que nous avons vu aux États-Unis en 1998 illustre peut-être un principe général important, à savoir que la coexistence de plusieurs modes de transformation de l'épargne en investissements permet au système de continuer à fonctionner lorsque la principale forme d'intermédiation fait défaut. En 1998, aux États-Unis, le système bancaire a pris le relais des marchés financiers. Le plus souvent, c'est le contraire qui s'est produit, comme en 1990, quand les banques américaines ont fermé le robinet du crédit par suite de l'effondrement de la valeur des garanties immobilières et que les marchés financiers se sont

substitués à l'intermédiation bancaire. Fait intéressant, le marché des titres hypothécaires qui était né quelque temps auparavant a permis de soutenir le crédit hypothécaire à l'habitation, qui aurait probablement beaucoup reculé si ces événements s'étaient produits à une autre époque. On peut dès lors supposer que, n'eût été du soutien apporté par les marchés financiers, la récession modérée de 1991 aurait été beaucoup plus dure. (p. 1) [traduction]

Ces arguments donnent à penser qu'il n'y a pas lieu d'opposer les marchés aux intermédiaires financiers, mais plutôt d'étudier comment ils se complètent.

Le point crucial à retenir est le suivant : les pouvoirs publics devraient se concentrer sur la mise en œuvre de réformes d'ordre juridique, réglementaire ou autre qui favorisent le fonctionnement efficace des marchés et des intermédiaires financiers, au lieu de se préoccuper de la mesure dans laquelle le système financier de leur pays repose sur les uns ou sur les autres.

Bibliographie

- Allen, F., et D. Gale (2001). « Comparative Financial Systems: A Survey », manuscrit, New York University.
- Demirgüç-Kunt, A., et R. Levine (2001). *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Cambridge (Massachusetts), MIT Press.
- Dolar, V., et C. Meh (2002). « Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey », document de travail n° 2002-24, Banque du Canada.
- Greenspan, A. (1999). « Do Efficient Financial Markets Mitigate Financial Crises? », allocution prononcée lors du colloque sur les marchés financiers tenu par la Banque fédérale de réserve d'Atlanta en 1999. Internet : <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999/19991019.htm>.