



**HAL**  
open science

## Intermédiation et stabilité financière dans les marchés émergents

Jean-Pierre Allegret, Bernard Courbis, Philippe Dulbecco

► **To cite this version:**

Jean-Pierre Allegret, Bernard Courbis, Philippe Dulbecco. Intermédiation et stabilité financière dans les marchés émergents. *Revue Française d'Economie*, 2003, 17 (4), pp.213-242. hal-01660189

**HAL Id: hal-01660189**

**<https://hal.science/hal-01660189>**

Submitted on 15 May 2018

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**Libéralisation financière et stabilité du système financier dans  
les marchés émergents :  
- la dimension institutionnelle des crises financières♦ -**

J.-P.Allegret, B.Courbis et Ph.Dulbecco

*Revue Française d'Economie, n°4, 2002*

**Résumé**

Depuis la fin des années 80, les économies émergentes ont amorcé un processus de libéralisation financière qui s'effectue dans un contexte d'accroissement significatif du nombre de crises bancaires. Ces dernières montrent notamment l'importance de la prise en compte du cadre institutionnel pour analyser les implications de la libéralisation financière. Dans ce papier nous cherchons à échapper à l'alternative excès de marché/insuffisance de marché en soulignant que les conditions de la viabilité des réformes financières résident dans la recherche de la complémentarité entre le marché et l'intermédiation dans les pays émergents. L'idée étant que la réponse à l'instabilité financière doit être appréhendée dans une dynamique institutionnelle où les économies émergentes utiliseraient les avantages d'un système intermédié pour renforcer le processus de marché.

**Mots clés** : marchés émergents, crise financière, libéralisation financière, marché et institutions

**Abstract**

Financial Liberalization and Stability of the Financial System in Emerging Markets: the institutional dimension of financial crises

Emerging economies which have implemented since the end of the 80's a financial liberalisation process have been confronted at the same time to banking crisis. These latter highlight the role played by the institutional framework in the financial liberalisation process. The objective of this paper is to go through the usual alternative too much/too little market in order to explain that the success of any liberalisation process relies on the complementarity of the market and the intermediation. The point is that the solution to financial instability is to be found into an institutional dynamics into which emerging economies may benefit from intermediation in order to enforce the market process.

**Key words**: emerging markets, financial crisis, financial liberalisation, market and institutions

## **Introduction**

Depuis la fin des années 80, les économies émergentes<sup>1</sup> ont amorcé un processus de libéralisation financière qui n'est pas sans rappeler celui qu'ont connu nombre de pays industrialisés dès la fin des années 70. Ainsi, dans la perspective d'améliorer l'efficacité du système financier – et par là même d'augmenter le rythme de la croissance économique – la libéralisation financière a pris trois formes principales : (i) la dérégulation des taux d'intérêt ; (ii) la mise en concurrence des différents canaux de financement ; (iii) l'ouverture extérieure du système financier. Ce processus s'est traduit par une profonde modification des structures financières des firmes dans le sens souhaité par les autorités : accroissement de la part des titres de créances négociables dans le financement externe et augmentation significative de la capitalisation boursière.

Le processus de libéralisation financière dans les marchés émergents s'est toutefois accompagné de l'accroissement significatif du nombre de crises bancaires<sup>2</sup>, conduisant à une remise en cause de la pertinence des trajectoires choisies par les marchés émergents depuis la fin des années 80 (Rodrik, 1999). Comment expliquer un tel paradoxe ?

Une première approche part de l'opposition entre les systèmes financiers fondés sur la banque et ceux fondés sur les marchés. Ainsi, tandis que certains soulignent les avantages comparatifs des banques dans la mobilisation des ressources, dans la sélection des investissements et dans leur fonction de surveillance dans un contexte d'asymétrie informationnelle, d'autres considèrent que le marché a un rôle positif consistant à promouvoir la croissance économique grâce à la diversification des portefeuilles et des risques. Selon les premiers, les systèmes fondés sur les marchés ont pour principal limite le court-termisme des agents et leur comportement aveugle. Les derniers considèrent que les systèmes fondés sur la banque tendent à favoriser les inefficiences telles que le biais en faveur des projets peu risqués et la

recherche de rente de la part des banques. Au total, cette première approche conduit à concevoir l'instabilité financière comme une alternative entre excès de libéralisation ou insuffisance de libéralisation.

Cependant, un certain nombre d'études empiriques récentes - Demirgüç-Kunt and Maksimovic (2000); Beck, Demirgüç-Kunt, Levine, and Maksimovic (2000) – suggèrent que l'opposition précédente n'est pas pertinente. En effet, ces études montrent que le type de système financier – fondé sur la banque ou fondé sur le marché – n'exerce pas d'influence décisive sur la croissance économique. Le facteur principal permettant d'expliquer l'influence du système financier sur la croissance économique est le système légal. L'efficacité de ce dernier est une deuxième approche pour expliquer l'instabilité financière dans le contexte de libéralisation. Selon cette approche, un système financier efficace doit avoir un certain nombre de propriétés : un système légal fort afin de faire respecter les contrats, un système judiciaire efficace, un système précis de droits de propriété et un système comptable adéquate favorisant l'efficacité du système financier<sup>3</sup>. De ce point de vue, le processus de libéralisation financière doit s'appuyer sur l'évolution du système légal afin de promouvoir un système financier efficace<sup>4</sup>.

Cette article adopte une troisième approche – complémentaire de la précédente – fondée sur la dimension institutionnelle des processus de libéralisation financière<sup>5</sup>. Les institutions peuvent être considérées en première approximation comme des régularités comportementales. Plus précisément, en suivant en cela Schotter, la notion d'institution pourra désigner « *une régularité de comportement social accepté par l'ensemble des membres d'une société, qui détermine le comportement à adopter dans des situations spécifiques récurrentes et dont le contrôle est assuré aussi bien par lesdits membres que par une autorité extérieure* » (1981, p.11). Une telle définition conduit à considérer non seulement le cadre légal, mais aussi les

régularités comportementales associées à des ensembles de règles, normes et routines (Nelson, Winter, 1982). Ces deux éléments déterminent à la fois l'émergence et l'évolution des institutions. Ils sont en effet souvent conduits à exercer conjointement une influence dans les périodes de changements, y compris donc dans les phases de libéralisation financière<sup>6</sup>. L'idée principale avancée dans cet article est la suivante : la réponse à l'instabilité financière doit être cherchée dans une dynamique institutionnelle, dépassant l'opposition systèmes fondés sur la banque – fondés sur le marché, dans laquelle les économies émergentes utiliseraient les avantages d'un système fondé sur la banque – entendue ici comme la principale institution légale autorisant l'exécution des transactions individuelles – afin de renforcer le processus de marché. C'est ainsi davantage le processus de la libéralisation financière que son résultat qui fait ici l'objet d'une analyse. Celle-ci, centrée sur la nature complémentaire des institutions et du marché<sup>7</sup>, devrait permettre d'appréhender les difficultés rencontrées par les économies émergentes – ne disposant pas *a priori* d'une structure institutionnelle de marché suffisamment développée – engagées dans un processus de libéralisation financière.

La suite de cet article est structuré de la manière suivante. La section un analyse les liens entre libéralisation financière et crises bancaires. La section deux montre que les économies émergentes sont confrontées à un dilemme : comment les nouvelles institutions peuvent elles réussir à s'insérer dans une structure institutionnelle déjà existante où l'idée de permanence est essentielle ? La section trois analyse la signification du processus de marchandisation des banques dans les économies émergentes. Une dernière section conclue.

### **1. libéralisation financière et instabilité bancaire : vers une approche institutionnelle**

Les travaux empiriques relatifs aux crises bancaires permettent d'identifier les canaux de

transmission par lesquels la libéralisation financière peut exercer une influence sur la stabilité bancaire. Ces canaux de transmission conduisent à souligner l'importance des facteurs institutionnels.

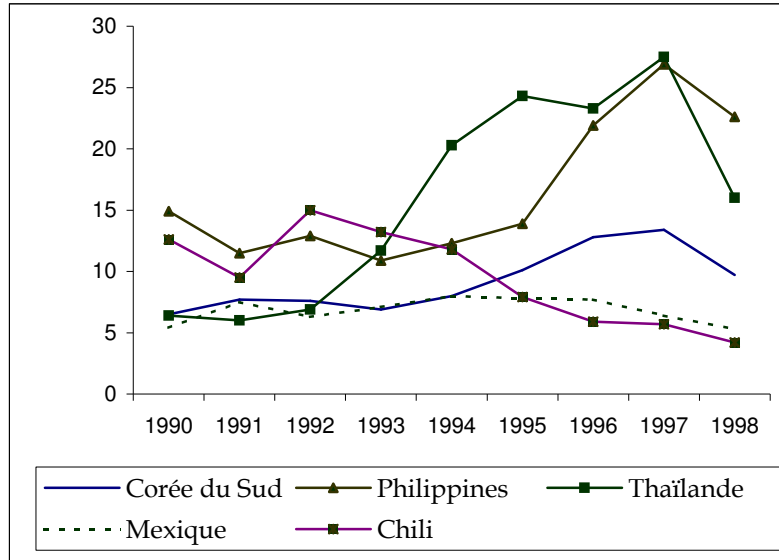
### **Les principaux faits stylisés**

En premier lieu, la dérégulation des taux d'intérêt s'accompagne d'une augmentation de ces derniers. Or, en raison du déséquilibre de maturité lié à la fonction de transformation des échéances des intermédiaires bancaires, les résultats de ces derniers peuvent se détériorer lorsque la déréglementation conduit à une hausse du coût des ressources bancaires (et donc des taux courts qui rémunèrent les dépôts) alors que dans le même temps les taux d'intérêt sur les actifs (taux longs) ne réagissent pas aussi rapidement en raison de leur échéance plus longue.

En deuxième lieu, la libéralisation financière s'accompagne de l'ouverture du système financier. Dans certains cas, comme en Thaïlande avec les facilités bancaires internationales de Bangkok (*Bangkok International Banking Facilities*)<sup>8</sup> créées en 1993, elle s'inscrit dans une stratégie de création d'une place financière régionale. Pour les banques, l'ouverture du système financier se traduit par la possibilité de lever des fonds sur les places étrangères : c'est le phénomène du *currency mismatch* dans lequel les crédits accordés sont adossés sur des engagements à court terme en devises. Il apparaît toutefois que ce phénomène est un facteur de fragilité en cas de sorties de capitaux. Un tel déséquilibre explique les crises bancaires au Chili (1981), Turquie (1994), Mexique (1995) et en Asie du Sud-Est (1997). Le graphique 1b précise l'ampleur du *currency mismatch* pour quelques économies émergentes en considérant l'évolution des engagements bancaires extérieurs. La seule prise en compte des engagements à court terme permet d'identifier une dégradation de la situation de certaines

économies asiatiques à la veille de la crise de 1997 : le ratio engagements à court terme/réserves est passé de 1,7 fin 1995 à 2,2 mi 1997 en Corée du Sud ; de 1,2 à 1,5 en Thaïlande.

**Graphique 1 Engagements bancaires extérieurs en % des engagements totaux**

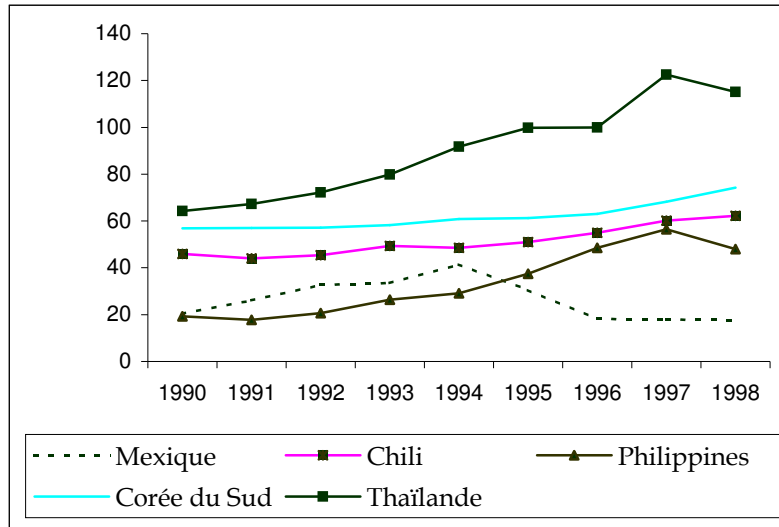


Source : FMI, Statistiques financières internationales, ratio engagements envers l'étranger (lignes 26c) / total des engagements (lignes 24 + 25 + 26c + 26d + 26g + 27a + 27r).

En troisième lieu, la dérégulation des crédits bancaires conduit à une croissance rapide des prêts des banques commerciales au secteur privé. Le graphique 2 montre ainsi l'évolution du ratio crédit intérieur/PIB qui sert à évaluer le « boom du crédit ».

**Graphique 2 Boom du crédit, en % du PIB**





Source : FMI, Statistiques financières internationales, lignes 32d / 99b.

L'économie mexicaine a connu un boom du crédit particulièrement marqué puisque le ratio crédit/PIB s'est accru de 21 points entre 1990-94 alors que, sur la même période, celui du Chili a augmenté seulement de 2,6 points. Ce ratio a progressé de 35,5 points en Thaïlande entre 1990-95 et de 29,3 points au Philippines entre 1990-96. Un trait commun aux pays qui ont connu un tel boom du crédit est la libéralisation financière préalable qui a supprimé les entraves à la politique des prêts des banques commerciales. Le boom du crédit est une manière d'appréhender l'accroissement des risques de crédit subis par les banques commerciales qui ont dès lors une plus forte vulnérabilité aux chocs macro-économiques<sup>9</sup>.

### **Le rôle des facteurs institutionnels**

Le boom du crédit traduit ce que McKinnon et Pill (1998) ont appelé « *le syndrome de l'excès d'emprunt* » (*overborrowing syndrome*) qui résulte de la transition d'une économie réprimée à une économie libéralisée. Selon les deux auteurs, ce phénomène soulève la question de l'efficacité et de la solidité du système bancaire. Plus précisément, l'existence d'une garantie implicite sur les dépôts bancaires par l'Etat exerce un effet contreproductif sur la stabilité

financière – il s’agit alors d’une « *imperfection institutionnelle* » (*institutional failures*) – selon un mécanisme du type aléa de moralité.

La prise en compte de l’ensemble des éléments qui précèdent conduit à souligner les insuffisances du *Consensus de Washington* qui fait de la libéralisation économique la condition *sine qua non* de la croissance mondiale. En effet, le processus de libéralisation sous-jacent à ce consensus sous-estime le besoin d’investir dans l’infrastructure institutionnelle avant d’introduire les réformes financières<sup>10</sup>.

La réponse traditionnelle – développée notamment dans les travaux de McKinnon (1991) et Johnston (1997 et 1998) – consiste à proposer une approche séquentielle de la libéralisation financière : celle-ci doit être partie intégrante d’un programme de réformes structurelles à la fois d’ordre macro-économique et micro-économique. C’est ainsi que, par exemple, McKinnon (1991) explique que le préalable à la libéralisation financière est l’obtention de la stabilité macro-économique. Dans une perspective assez proche, Fry (1997) établit les cinq pré requis pour une libéralisation réussie : (i) une supervision et une régulation prudentielle des banques commerciales adéquate ; (ii) un degré raisonnable de stabilité des prix ; (iii) une discipline budgétaire limitant les effets négatifs de la taxe inflationniste ; (iv) un comportement des banques commerciales orienté vers la maximisation du profit ; (v) un système fiscal neutre concernant l’activité d’intermédiation.

Outre le fait que les pays émergents d’Asie ont adopté une stratégie gradualiste dans leur libéralisation financière<sup>11</sup>, la limite principale de la séquentialité est d’omettre un aspect essentiel de la situation des marchés émergents : le changement institutionnel sous-jacent au processus de libéralisation financière. Singh (1998) et Chang, Park et Yoo (1998) estiment ainsi que la libéralisation financière en Asie, en supprimant les modalités de coordination des décisions économiques par les gouvernements, a conduit, pour les entreprises, à une

concurrence destructrice et au surinvestissement. Les épisodes de crises financière seraient ainsi dues à l'abandon des mécanismes traditionnels de coordination, notamment la planification et le système de la *main bank*, du « capitalisme asiatique ».

Les facteurs de crises bancaires, ainsi que les manières d'appréhender l'architecture institutionnelle sous-jacente à la libéralisation financière, montrent que la véritable question réside dans la capacité, pour les économies émergentes, à rendre cohérentes l'intermédiation telle qu'elle s'est développée dans ces économies et la libéralisation.

La suite de cet article propose une grille de lecture théorique de ces enjeux institutionnels fondée sur une analyse de la complémentarité entre processus de marché et intermédiation dans une perspective dynamique.

## **2. Libéralisation financière et intermédiation : le dilemme des économies émergentes**

Rappelons que la grande majorité des définitions relatives aux institutions sociales est fondée sur l'idée de règles de comportement (Langlois, 1993, p.166). Les institutions représentent ainsi le moyen par lequel des agents, au départ ignorants des actions et anticipations des autres, obtiennent l'information leur permettant de se coordonner. Dit autrement, les institutions permettent d'économiser connaissance et information<sup>12</sup> (Lachmann, 1970). Elles représentent des « *points d'orientation* » qui ont pour vocation de rendre compatibles aussi bien les actions que les anticipations individuelles (*ibid.*)<sup>13</sup>.

### **Institutions, marché et systèmes financiers**

Le point sans doute important est que les institutions représentent ce faisant un élément essentiel, une condition nécessaire, d'un fonctionnement harmonieux des marchés. Cette idée a fait l'objet de très nombreux développements de la part de ce qu'il est convenu d'appeler la théorie autrichienne des processus de marché. Les institutions possèdent en effet un statut

particulier au sein de la théorie autrichienne des processus de marché : à partir du moment où ces dernières sont conçues comme les principaux vecteurs de transmission de l'information et de la connaissance qui rentrent dans la formation de même que dans la révision des plans individuels, elles représentent ni plus ni moins que le maillon clé qui permet de « boucler » l'ensemble du raisonnement des analyses en termes de processus de marché<sup>14</sup> : le temps et l'incertitude qui caractérisent, dans une perspective autrichienne, tout processus de marché incitent les agents à suivre des règles communes qui conduisent à l'émergence et au développement d'institutions qui permettent, à leur tour, en fournissant des modèles stables d'interaction, de réduire l'incertitude qui prévaut sur les marchés (O'Driscoll, Rizzo, 1996). La monnaie, le système légal, mais aussi les firmes représentent des exemples bien connus de telles institutions. Une telle argumentation repose naturellement sur l'idée que la connaissance diffusée par les institutions a pour principale propriété d'être stabilisatrice - dans le sens où elle permet de réaffirmer à intervalle régulier la stabilité de la structure sociale – contrairement à celle diffusée par le système de prix qui est elle de nature dynamique – dans le sens où elle conduit les individus à réviser continuellement leur plan (Hayek, 1945).

Dans le domaine des marchés financiers, marchés d'actifs financiers, les intermédiaires financiers se présentent bien comme des institutions réductrices d'incertitude. La production de stabilité qui en découle peut être appréciée à un double niveau.

A un premier niveau, les intermédiaires financiers apparaissent comme des producteurs d'informations – de par leur fonction de sélection et de surveillance des projets d'investissements – dans un contexte d'asymétries informationnelles. Le point important est que, relativement à la relation de marché, l'existence de contrats répétés entre les intermédiaires financiers prêteurs et les agents emprunteurs permet d'accumuler des connaissances utilisables dans l'ensemble du système économique. Ainsi, l'avantage

comparatif des intermédiaires financiers à propos du filtrage des demandes de financement repose sur leur capacité d'expertise qui leur permet de traiter l'information à un coût inférieur à un investisseur externe non financier. L'intermédiaire réduit ces coûts d'une part, en bénéficiant d'un effet d'apprentissage qui lui assure une meilleure perception des risques des projets au fur et à mesure que le nombre de dossiers traités s'accroît et, d'autre part, le volume des dossiers traités incite l'intermédiaire à mettre en place des techniques de sélection efficaces. Cet avantage comparatif en termes de production d'informations est porteur d'externalité positive : le coût de financement reflète davantage le risque spécifique de l'entreprise plutôt que le risque moyen déterminé par le marché, ce qui implique une baisse de la surprime de risque. De même, la production d'informations liée à la surveillance des projets d'investissement se révèle moins onéreuse avec les intermédiaires. En leur absence, chaque prêteur ultime doit supporter des coûts élevés pour surveiller l'emprunteur, ce qui conduit à la duplication des coûts de vérification. En outre, la durée de la relation est un gage de meilleure connaissance des emprunteurs, ce qui peut faciliter leur contrôle. Comme cela doit faire baisser les coûts de contrôle, et par là même les coûts de financement, on en déduit une préférence des entreprises à se financer auprès des investisseurs les mieux informés, à savoir les intermédiaires financiers.

Il convient de souligner les implications informationnelles de la relation de long terme entre intermédiaire financier et emprunteur (Hellwig, 1989).. En effet, la durée de la relation densifie l'environnement informationnel des agents, conduisant ces derniers à se comporter différemment par rapport à une situation où les relations seraient dénuées de toute mémoire. Ainsi, dans un environnement marqué par une incomplétude des contrats, la relation de long terme implique la mise en place de contrats « *state-dependent payment* », d'où il résulte deux implications importantes pour notre propos :

- des mécanismes d'exécution (« *enforcement mechanism* ») doivent être mise en place pour éviter les comportements opportunistes ;
- un système de règles doit être élaboré, dont l'objectif est de construire un *common knowledge* qui encadre et délimite les comportements des agents.

La relation banque/entreprise est ainsi fondée sur un processus d'interaction stratégique. Les règles permettent de réaliser une certaine convergence des anticipations des acteurs. De ce point de vue, l'approche informationnelle de l'intermédiation conduit à souligner la complémentarité entre les intermédiaires financiers – saisis en tant qu'institutions réductrices d'incertitude – et le marché. Cette complémentarité est entendue au sens où les intermédiaires financiers – en produisant de l'information – participe au fonctionnement du processus de marché<sup>15</sup>. Autrement dit, si l'approche informationnelle conduit souvent à opposer intermédiation et marché, et ce en soulignant les avantages de la première par rapport à celui-ci, une telle opposition ne nous semble pas pertinente.

En second lieu, il existe une autre manière de concevoir la complémentarité entre marché et intermédiation : la création de liquidité. En effet, cette création de liquidité se situe à deux niveaux différents, selon qu'il s'agit d'intermédiation de marché ou d'intermédiation de bilan, mais dans les deux cas, il y a bien complémentarité entre marché et institution, en l'occurrence entre le marché des actifs financiers et l'intermédiation financière. D'un côté l'apport de l'intermédiaire est un service rendu sur le marché d'un actif financier, lorsqu'il rapproche l'acheteur et le vendeur dans le cas du courtage, simple intermédiation de rapprochement rémunérée à la commission, quand il réalise une émission pour un son client où encore en achetant pour son propre compte pour revendre se portant contrepartie allant même jusqu'à afficher un prix acheteur et un prix vendeur, en tant que marchand de titres, rémunéré par un *spread*. Dans tous ces cas, l'apport des intermédiaires se situe au niveau de la

négociation de l'actif dont il accroît la liquidité du marché. Cette fonction est qualifiée d'intermédiation de marché. D'un autre côté, l'apport de l'intermédiaire est d'une nature très différente puisqu'il s'agit d'une transformation des caractéristiques des actifs financiers. On est alors nécessairement en présence simultanément de deux actifs financiers. Cette transformation qui ne se comprend qu'à travers l'analyse du bilan de l'intermédiaire est qualifiée d'intermédiation de bilan. Achetant des actifs d'un certain type pour, non pas les revendre en l'état, mais pour les conserver à l'actif de son bilan où ils servent de contrepartie, aux actifs d'un tout autre type qu'il émet, inscrits au passif de son bilan, il transforme de façon générale les risques et/ou les échéances. Il produit ainsi de la disponibilité et/ou de la sécurité (réduction des risques).

Information et liquidité convergent ainsi pour souligner la complémentarité entre marché et institution. En effet, dans les deux cas, les intermédiaires financiers constituent des agents prépondérants du processus de marché, ce qui souligne leur liaison intrinsèque avec le marché.

### **Libéralisation financière et changements institutionnels dans les économies émergentes**

Toute économie ayant opté pour un processus de libéralisation est confrontée au problème du changement institutionnel. Celui-ci implique de résoudre la contradiction qui existe entre, d'une part l'idée même de changement institutionnel, et, d'autre part, celle d'institution comme point d'orientation supposant sa fixité. Il existe plus précisément une asymétrie entre l'abandon – la destruction rapide – d'anciennes institutions et l'adoption – la construction lente – de nouvelles. La conséquence en est que les individus encourent le risque d'être confronté, quelquefois durablement, à une vacance des règles leur permettant de coordonner efficacement leur plan. L'adoption des mécanismes de marché se traduit alors par une

détérioration de leur situation. Bien que ce problème ne soit pas spécifique aux économies émergentes, il leur est toutefois posé en des termes très particuliers dans la mesure où les réformes ne relèvent pas d'un processus incrémental.

Il est ici important de mettre l'accent sur le fait qu'elles ne sauraient être toujours le résultat d'un processus de création légale *ex nihilo*. C'est fondamentalement le processus d'interaction entre les individus qui représente le principal moteur de l'émergence des institutions ; toute pratique qui permet d'atteindre des objectifs individuels est *a priori* susceptible de se généraliser jusqu'à devenir une institution. Toute théorie de la dynamique du fonctionnement des économies de marché est fondée sur le fait que le changement économique relève d'un processus incrémental qui reflète les choix individuels des acteurs – il est aussi la traduction des opportunités issues de ce que North a dénommé la matrice institutionnelle (1990 ; 1994).

Dans le cas d'économies développées et pour des marchés matures la question de la relation entre changement économique et changement institutionnel ne pose pas d'importantes grosses difficultés dans la mesure où l'évolution institutionnelle opère par le biais de changements graduels par altération d'institutions préexistantes. A l'exception de quelques cas spécifiques<sup>16</sup>, les réformes financières dans les marchés matures ont résulté d'un processus incrémental dans lequel les autorités ont décidé de mettre en place des réformes en association avec les agents privés. Dans ce contexte, les choix institutionnels résultent du processus d'interaction entre les gouvernements et les agents privés<sup>17</sup>.

La situation des économies émergentes. D'une part, les institutions de marché, *i.e.* les institutions des économies de marché, y sont relativement peu développées. D'autre part, dans ces économies, ce sont davantage les contraintes liées à l'intégration financière internationale qui impulsent le processus de réformes, ce qui se traduit par des changements radicaux rendant l'architecture institutionnelle de ces pays instable.



Dans cette perspective, il convient de tenir compte du fait que l'adoption – le transfert – tout comme la création de nouvelles institutions est soumise à des délais : d'implémentation dans le premier cas, de construction dans le second. Or le montant possible de changement économique par unité de temps est toujours limité en raison du fait que les agents ont une capacité d'apprentissage limitée. Et cette contrainte est une fois encore plus importante dans des économies émergentes.

Considérons par exemple le cas de l'adoption – du transfert – d'institutions de marchés. Il est ici peut être utile de rappeler la distinction faite par les économistes autrichiens entre les normes légales ou institutions construites – « *designed institutions* » – qui sont « *le résultat d'un processus législatif ou de tout autre manifestation de la volonté sociale* » (Lachmann, 1970, p.69) et les institutions spontanées – « *undesigned institutions* » – appréhendées en termes de « *modèles de comportements récurrents* » (*ibid.*, p.75)<sup>18</sup>. Ainsi, s'il est toujours possible en théorie comme en pratique de concevoir une situation dans laquelle une autorité économique ou politique déciderait de mettre en place des institutions de marché – par exemple à travers une politique de libéralisation financière – les bénéfices attendus de ce type de mesure sont sujets à controverse. En effet, dans la mesure où une telle politique est – par définition – limitée aux institutions construites, son succès dépend de la capacité pour ces nouveaux éléments à rencontrer une demande en termes de changement des institutions non construites. La difficulté provient du fait que si le changement des institutions construites est en règle générale radical et rapide, celui qui a trait aux institutions non construites est de nature incrémentale et nécessairement soumis à des contraintes de dépendance de sentier. La raison en est, en dehors du fait que les individus acceptent de se soumettre aux changements de règles du jeu uniquement lorsqu'ils y trouvent un intérêt, que les comportements individuels sont le résultat d'un processus cumulatif d'apprentissage collectif issu très souvent

des générations passées. L'adoption d'institutions ne signifie ainsi en aucun cas leur institutionnalisation<sup>19</sup>.

Par exemple, au Maroc et en Tunisie, les autorités ont promu le développement des marchés d'actions. Or, de tels marchés ne correspondent pas à la structure traditionnelle de ces économies dans lesquelles les relations familiales sont prédominantes. Cela signifie que les marchés boursiers ne peuvent pas constituer une réponse pertinente aux déficiences de ces systèmes financiers. En effet, ils ne constituent pas une institution dans le sens où ils ne sont pas adoptés par les agents économiques<sup>20</sup>.

La principale implication de tout ce qui précède réside dans l'idée que le transfert des règles économiques formelles des économies occidentales aux économies émergentes ne saurait en aucune manière constituer une condition suffisante pour accéder à de bonnes performances économiques.

### **Le dilemme permanence - flexibilité**

La résolution du problème revient à apporter une solution à ce que nous proposons d'appeler le dilemme permanence – flexibilité auquel sont confrontées les économies émergentes<sup>21</sup>. Si les institutions ne possèdent pas le même statut ni n'assurent exactement les mêmes fonctions<sup>22</sup>, elles partagent toutefois selon Lachmann (1970) la même propriété de flexibilité en relation avec l'idée de permanence de la totalité. La permanence de l'ordre institutionnel et juridique ne requiert en aucune manière la permanence de chacune de ses composantes. La question qui est alors posée est celle de la compatibilité d'un changement institutionnel et d'une permanence de la structure.

La solution proposée par Lachmann pour résoudre ce type de problèmes consiste à mettre en œuvre des institutions construites susceptibles d'intégrer le changement sans que cela n'affecte

la structure institutionnelle de la totalité, *i.e.* l'ordre juridique. Toute économie serait ainsi caractérisée par un petit nombre d'institutions fondamentales construites ne pouvant *a priori* faire l'objet de mutations, associées à une large sphère de relations contractuelles à l'intérieur de laquelle l'occurrence de changements fréquents déterminerait l'évolution des institutions non construites.

Le statut particulier de l'intermédiation financière dans les marchés émergents apparaît alors pleinement. La banque représente la principale institution – construite – légale qui autorise le développement de la sphère contractuelle – le développement du marché – tout en garantissant la cohérence et la permanence de l'ordre institutionnel nécessaires à l'exécution des transactions individuelles.

### **3. Le rôle de l'intermédiation financière dans la libéralisation**

Du point de vue de la politique économique, le changement institutionnel sous-jacent au processus de libéralisation financière nous paraît soulever la question de la résilience des systèmes financiers dans les économies émergentes. La résilience fait référence à la capacité des systèmes financiers à se modifier de manière structurelle tout en conservant leurs propriétés de base. Ces dernières sont différentes selon les systèmes financiers. Dans les systèmes fondés sur le marché, comme aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, les propriétés de base font référence au rôle déterminant des actifs financiers négociables (actions et obligations) et au rôle décisif des marchés financiers dans la discipline des dirigeants. Dans les systèmes fondés sur la banque, ces propriétés concernent le double rôle des banques qui sont simultanément actionnaires et créancières des firmes non financières. Au Japon et en Allemagne, les banques se situent à l'interface entre le marché du crédit et le marché financier. Elles jouent, particulièrement au Japon, un rôle d'assureur dans les périodes de détresse financière afin de faciliter la restructuration des entreprises.

Quand les propriétés de base sont remises en cause par la libéralisation financière, le système financier perd ses propriétés de base. Ainsi, le principal défi des réformes financières dans les économies émergentes est d'élaborer un processus de libéralisation tout en préservant en même temps les propriétés de base de leur système financier<sup>23</sup>.

### **Libéralisation financière et institutions bancaires dans les économies émergentes**

Ainsi, pour les économies émergentes, dans un contexte où les asymétries d'informations sont importantes, le problème auquel sont confrontées les autorités de ces pays est bien celui de savoir comment sauvegarder un système intermédié compatible avec l'accroissement du processus de marché. Cependant, comme l'a souligné Stiglitz (1998b), « *construire des systèmes financiers robustes est un long et difficile processus* ». Ainsi, au-delà du débat sur le bien fondé de la libéralisation, c'est l'évolution de l'architecture institutionnelle du système financier des marchés émergents – fondée sur la prééminence de l'intermédiation financière – qui est en question.

Dans ce contexte, et dans le prolongement de la grille de lecture adoptée dans cet article, si le rôle des banques reste dominant dans les systèmes financiers des pays émergents, ce ne doit pas être nécessairement en contradiction avec le développement du marché. Inversement, l'inefficacité des systèmes bancaires administrés associée à leur relation avec les pouvoirs publics, dénoncée par la thèse de la répression financière, ne doit pas effacer les acquis théoriques montrant le rôle positif de l'intermédiation dans une économie de marché en présence de coûts d'information. L'enjeu principal des réformes financières est la marchandisation des banques, c'est à dire l'accroissement du rôle des mécanismes de marché dans l'allocation des ressources qu'elles gèrent.

En effet, les distorsions introduites dans le financement de l'économie du fait de

l'interpénétration entre l'Etat et les familles, qui contrôlent les entreprises et les banques, sont significatives. Non seulement les secteurs jugés prioritaires bénéficient de taux d'intérêt plus favorables, mais la présence de la garantie de l'Etat, biaise la fonction d'intermédiation en faveur de ces secteurs<sup>24</sup>. Les prix ne jouent pas leur rôle traditionnel de signaux permettant d'orienter les ressources entre les différentes utilisations possibles.

On observe dès lors dans de tels systèmes bancaires un défaut de sélection des investissements. Les prises de décision reposent sur des considérations non exclusivement économiques, ce qui ne permet pas de favoriser le financement des investissements les plus rentables. Cette caractéristique est accentuée par le contrôle des taux d'intérêt exercé par les autorités monétaires. Ainsi, n'étant pas un véritable taux de marché, le taux d'intérêt réel ne peut guider de manière optimale l'allocation des capitaux. Divers travaux ont établi que la montée de l'endettement en Asie s'était effectuée corrélativement à une chute de la rentabilité des investissements. L'étude de Borensztein et Lee (1999), portant sur trente deux branches industrielles en Corée du Sud, montre que le taux de rendement de l'industrie manufacturière est passé de 25 % en 1972 à 10 % en 1990 dans un contexte d'accroissement du taux d'investissement et du taux d'endettement. Ce défaut de sélection est accentué dans le cas des prêts aux sociétés apparentées (*connected lending*) pour lesquels il n'apparaît pas d'évaluation objective des risques industriels.

La principale conséquence financière d'un tel comportement est l'accumulation de prêts non performants. Selon le Fonds Monétaire International (1996), ces prêts ont représenté, en 1995, près de 68,9 % du capital des huit plus importantes banques commerciales sud coréennes. Dans ce contexte, l'accent mis sur le gouvernement d'entreprise et la transparence est une condition nécessaire pour renforcer le secteur bancaire dans les économies émergentes.

L'adoption d'une régulation prudentielle appropriée, c'est-à-dire fondée sur des principes

comptables sûres et des institutions de contrôle efficaces et à une réduction de l'implication de l'Etat dans les circuits de financement, est un élément important des réformes. Les incitations des actionnaires et des dirigeants des banques doivent être améliorées afin de favoriser un comportement plus systématique de recherche du profit. Ces différentes mesures, largement prônées par les institutions internationales dans les pays émergents d'Asie frappées par la crise financière de 1997-98, sont importantes en ce qu'elles sont susceptibles de modifier de manière significative le comportement des banques. Cependant, il est important de prendre en compte le fait que ces mesures prudentielles à elles seules ne peuvent pas conduire à un nouveau système financier dans lequel les mécanismes de marché seraient plus importants. Rappelons que la mise en place de nouvelles réglementations légales par les autorités ne conduit pas nécessairement à l'émergence d'institutions. En effet, non seulement ces nouvelles lois doivent être cohérentes avec les propriétés de base du système financier, elles doivent aussi être adoptées par les agents privés.

Ces deux problèmes sont liés par la remarque suivante : le principal défi de la libéralisation financière est de préserver les avantages de fortes relations banques – entreprises. Dans de tels systèmes, les banques sont incitées à rechercher de l'information concernant les firmes dans la mesure où elles peuvent capter la rente informationnelle. En conséquence, la réduction des asymétries d'information réduit les coûts d'emprunts et encourage les solutions coopératives en cas de difficultés financières. En effet, grâce aux relations de long terme, les banques peuvent assurer les entreprises contre des événements qui ne sont pas inclus dans les contrats, par exemple la détresse financière. Un tel mécanisme d'assurance est absent des systèmes fondés sur le marché. Dans les pays émergents, et tout particulièrement en Asie, les relations de long terme entre les banques et les entreprises ont favorisé un régime de croissance et d'investissement élevés. Une des raisons expliquant ce fait est que les relations banques –

entreprises réduisent la contrainte de liquidité pour investir. En même temps, les firmes peuvent élaborer des projets d'investissement à long terme, ce qui favorise la croissance. Ferri, Kang et Kim (2000) ont montré que, durant la période de crise financière en 1997-1998, les entreprises coréennes avec d'étroites relations bancaires avant la crise ont été moins frappées par le rationnement du crédit que les autres firmes.

Dans cette perspective, les leçons tirées de la crise asiatique, mais aussi du comportement de nombreuses banques en Amérique Latine, nous conduit à souligner le point suivant. Toute réforme concernant le comportement des banques se doit de trouver l'arbitrage approprié entre une contrainte financière forte – susceptible de freiner le rythme de l'investissement – et une contrainte financière souple – conduisant à une allocation sous-optimale des ressources. En d'autres termes, promouvoir les réformes bancaires, avec comme objectif principal d'amener les pratiques des banques des pays émergents à converger vers les pratiques adoptées par de nombreux marchés matures, n'est pas nécessairement le moyen le plus efficace de favoriser la croissance économique. Les relations interpersonnelles sont moins importantes dans les marchés matures en raison de la présence de marchés financiers liquides dotés de règles légales solides et de mécanismes d'exécution des contrats.

En dépit de l'apport de la relation bancaire, de nombreuses autorités dans les marchés émergents ont après la crise mis en place des réformes dont l'objectif est de réduire la place des banques au profit des marchés financiers. La Corée du Sud est un exemple frappant d'une telle stratégie<sup>25</sup>. Si le rôle de l'Etat limite la capacité des banques à surveiller et à menacer de manière crédible les firmes, cela n'implique pas que la relation banques – entreprises est intrinsèquement inefficace. La principale réponse du gouvernement coréen n'a pas été de mettre en place une réforme dans laquelle les banques pourraient demeurer au centre du système tout en étant capable de surveiller effectivement les entreprises. Au contraire, le

gouvernement a suivi les conseils des institutions financières internationales. Il a ainsi introduit les principes du gouvernement d'entreprises issus des pays développés. Il nous semble qu'une telle stratégie pourrait s'avérer risquée car elle déstabilise les propriétés de base du système financier coréen. Rappelons que dans la plupart des pays émergents, et particulièrement en Corée du Sud, les banques sont la principale institution qui permet le développement de la sphère contractuelle. Une stratégie meilleure serait de promouvoir, comme au Japon, un système bancaire fort où la banque principale discipline les entreprises en prenant leur contrôle lorsque leur situation financière atteint un certain seuil défavorable.

### **Quel rôle pour les marchés financiers ?**

Quel pourrait alors être le rôle d'une stratégie visant à promouvoir l'expansion de marchés financiers liquides ?

D'une part, même si ce type de financement permet de réduire la dépendance des entreprises à l'égard du crédit bancaire, il convient de ne pas surestimer l'aspect quantitatif de la contribution de la bourse au financement de l'économie. Même sur un marché émergent relativement large, comme celui de Taiwan, le secteur des entreprises transfère des ressources au secteur des ménages, les dividendes excédant les acquisitions de nouvelles actions (Fry, 1997). Les théories fondées sur l'imperfections de l'information montrent aussi que le financement par émission d'actions sur le marché engendre des coûts plus élevés que le financement interne et le financement par endettement. Le financement hiérarchique (*pecking order*) est une illustration d'un tel comportement financier.

Malgré un coût élevé du crédit, les entreprises hésitent à solliciter les marchés : l'autofinancement et le crédit bancaire à court terme restent très largement prédominants et semble assez exceptionnelle la situation notée par Singh (1997) de certains pays en



développement où les sociétés recourent fortement au financement externe par actions, en contradiction avec le *pecking order*, du fait du coût relativement bas de l'appel aux actionnaires suite à l'envolée du cours des actions avec la libéralisation interne et l'afflux des investisseurs institutionnels étrangers. Les bons résultats boursiers de certains pays émergents résultent souvent d'une insuffisance de l'offre de titres. Les privatisations ont souvent été la principale source d'approvisionnement de la cote et les entreprises privées semblent réticentes à l'entrée en bourse. Le renforcement des exigences en matière d'information imposées aux sociétés cotées se heurte à une culture de discrétion liée à la structure familiale du capital et à une longue tradition de méfiance fiscale.

D'autre part, d'un point de vue qualitatif, la transparence exigée par le marché boursier est importante et peut modifier le comportement des entreprises. Le renforcement des exigences en matière d'information imposées aux sociétés cotées, si elle se heurte à une culture de discrétion liée à la structure familiale du capital et à une longue tradition de méfiance fiscale, est un élément prépondérant de la marchandisation. Par la transparence qu'il impose et les règles de *corporate governance* qu'il développe le marché boursier joue un rôle important dans l'apprentissage de l'économie de marché, c'est un vecteur important de transmission de l'esprit de marché aux entreprises cotées d'abord, et indirectement à toute l'économie ensuite. Les banques sont au cœur du processus. La réforme ne signifie pas plus de marché (au sens de bourse) et moins d'intermédiation (au sens de banque), mais une intermédiation plus soumise aux mécanismes du marché. Ainsi, les banques appartenant aux rares sociétés cotées sont soumises aux règles de *corporate governance* imposées par le marché boursier et sont conduites à imposer la transparence à leurs clients sur le marché du crédit.

## Conclusion

Les mutations financières à l'œuvre dans les économies émergentes depuis la fin des années 80 conduisent à des bouleversements institutionnels de grande ampleur du point de vue de leurs systèmes financiers. A ce titre, les économies émergentes sont des terrains d'étude privilégiés pour analyser les implications des dynamiques institutionnelles. Dans cette perspective, les controverses qui ont résulté des crises financières montrent bien les enjeux institutionnels liés à la libéralisation financière.

D'une manière générale, la crise des systèmes financiers asiatiques (y compris d'ailleurs celui du Japon) a donné lieu à un renversement de perspective sur les avantages respectifs des systèmes financiers fondés sur le marché et fondés sur la banque. Désormais, les premiers semblent préférés, soit en raison de la structure légale qu'ils offrent (Johnson, 2000), soit parce qu'ils fournissent des signaux limitant la mauvaise allocation des signaux (Rajan et Zingales, 1999).

Dans cet travail, nous avons adopté une perspective différente en montrant que les conditions de la viabilité des réformes financières résident dans la recherche de la complémentarité, et non dans l'opposition, entre le marché et l'intermédiation dans les pays émergents. C'est de ce point de vue que se manifeste la difficulté en termes institutionnels : comment concilier un degré plus élevé de discipline du marché (dans une logique *outsider* du point de vue du *corporate governance* sous-jacent) et prééminence d'une intermédiation fondée sur une logique *insider*, et qui a fait ses preuves en termes de développement économique.

C'est sur l'interpénétration des logiques du marché et de l'intermédiation bancaire que se joue la réussite de la réforme financière dans les économies émergentes. A condition bien sûr que la remise en cause de l'environnement global ne vienne pas contrarier cette logique domestique.

## Bibliographie

- Allen F. and Gale D. (2000), *Comparative Financial Systems*, The MIT Press.
- Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R., and Maksimovic V. (2000), « Financial structure and economic development: firm, industry, and country evidence », World Bank, *mimeo*.
- Borensztein E. et Lee J.S. (1999), « Credit allocation and financial crisis in Korea », *IMF Working Paper*, WP/99/20, February.
- Brooks D.H. et Oh S.N. (1999), « Asia's financial crisis : is financial liberalisation the villain ? », in Brooks D.H. et Queisser (eds), *Financial liberalisation in Asia, analysis and prospects*, Asian Development Bank et OCDE, Paris, p.85-100.
- Chang H.J., Park H.J. et Yoo C.G. (1998), « Interpreting the Korean crisis : financial liberalisation, industrial policy and corporate governance », *Cambridge Journal of Economics*, vol.22, p.735-746.
- Corsetti G., Pesenti P. et Roubini N. (1998), *What caused the Asian currency and financial crisis?*, Mimeo, University of New-York, March.
- Demirgüç-Kunt A. et Maksimovic V. (2000), « Funding growth in bank-based and market-based financial systems : evidence from firm level data », World Bank, *mimeo*.
- Demirgüç-Kunt A. et Detragiache E. (1997), « The determinants of banking crises : evidence from developing and developed countries », *IMF Working Paper*, WP/97/106, September.
- Dulbecco Ph., Dutraive V. (2001), « The meaning of market: comparing austrian and institutional economics », in Garrouste P., Ioannides S. (eds), *Evolution and path-dependence in economic ideas : past and present*, Edward Elgar.
- Ferri G., Kang T.S. and Kim I.J. (2000), « The value of relationship banking during financial crises: evidence from the Republic of Korea », World Bank, *mimeo*.
- Fry M.J. (1997), « In favour of financial liberalisation », *Economic Journal*, vol. 107, may, p. 754-770.
- Hayek F. (1945), « The use of knowledge in society », in Hayek (1949), *Individualism and economic order*, Routledge & Kegan Paul, London.
- Hellwig M. (1989), « Asymmetric information, financial markets, and financial institutions – Where are currently going ? », *European Economic Review*, vol.33, p.277-285.
- Hellwig M. (1998), « Banks, markets, and the allocation of risks in an economy », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 54, p.328-345.
- Johnson S. (2000), « Coase and the reform of securities markets », in Rensgren E.S. et Jordan J.S. (eds), *Building an infrastructure for financial stability*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, p.187-204.
- Johnston R.B. (1998), « Sequencing capital account liberalizations and financial sector reform », *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment*, PPAA/98/8, July.
- Johnston R.B., Darbar S.M. et Echeverria C. (1997), « Sequencing capital account liberalization : lessons from the experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand », *IMF Working Paper*, WP/97/157, November.

- Kaminsky G.L. et Reinhart C.M. (1996), « The twin crises : the causes of banking and balance-of-payments problems », *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Financial Discussion Papers*, n°544, March.
- Lachmann L. (1994), « On the economics of time and ignorance », in Boettke P., Prychitko D. (eds.), *The market process, essays in contemporary austrian economics*, Edward Elgar.
- Lachmann, L. (1970), *The legacy of Max Weber*, Heinemann, London.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., and Vishny R.W. (1998), « Law and finance », *Journal of Political Economy*, 106, 6, p.1113-1155.
- Langlois R. (1993), « Orders and organizations : toward an austrian theory of social institutions », in Caldwell B.J., Boehm St. (eds.), *Austrian economics: tensions and new directions*, Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- Levine R. (1998), « The legal environment, banks, and long-run economic growth », *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30, 3, p.598-620.
- Lin J.Y., Nugent J. (1995), « Institutions and economic development », in Behrman J., Srinivasan T. (eds), *Handbook of development economics*, Volume III, Elsevier Science B.V.
- McKinnon R.I. (1991), *The order of economic liberalization, financial control in the transition to a market economy*, The John Hopkins University Press, Baltimore, sd edition, 1993.
- McKinnon R.I. et Pill H. (1998), « The overborrowing syndrome : are East Asian economies different ? », in R. Glick (ed.), *Managing capital flows and exchange rates, perspectives from the Pacific Basin*, Cambridge University Press, p.322-355.
- Nelson R., Winter S. (1982), *An evolutionary theory of economic change*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, and London, England.
- North D. (1994), « Economic performance through time », *American Economic Review*, June, Vol. 84, n°3.
- North D. (1990), *Institutions, institutional change, and economic performance*, Cambridge University Press, New York.
- O'Driscoll J., Rizzo M. (1996), *The economics of time and ignorance*, Basil Blackwell, London.
- Rajan R.G. et Zingales L. (1999), « Which capitalism ? Lessons from the East Asian crisis », Mimeo.
- Rodrik D. (1999), « Institutions for high-quality growth : what they are and how to acquire them », Communication To The Conference On Second Generation Reforms, IMF, November 8-9.
- Schotter A. (1981), *The economic theory of social institutions*, Cambridge University Press, New York.
- Schotter A. (1994), « Social institutions and game theory », in Boettke P. (ed.), *The Elgar companion to austrian economics*, Hants, Edward Elgar.
- Singh A. (1998), « Asian capitalism and the financial crisis », *Center for Economic Policy*

*Analysis, Working Paper n°10, August.*

Stiglitz J. (1998a), « More instruments and broader goals : moving toward the post-Washington consensus », *The 1998 WIDER annual lecture*, Helsinki, January.

Stiglitz J. (1998b), « Sound finance and sustainable development in Asia », *Keynot address to the Asia Development Forum*, Manila, March.

World Bank (2002), *World Development Report, 2000/01 : attacking poverty*, Washington D.C.

World Bank (1999), *World Development Report, 1998/99*, Washington DC.

World Bank (1999), *Republic of Korea: Establishing a new foundation for sustained growth*, November, Washington DC.

## Notes

---

♦ Des versions préliminaires de ce texte ont été présentées aux 16<sup>èmes</sup> Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire du GDR «Economie monétaire et financière», Poitiers, (juin, 1999), à la Global Development Network 1999 Conference à Bonn, au séminaire de l'Institut Supérieur de Gestion de l'Université de Tunis III (novembre, 2000) et au séminaire du GREMARS de l'Université de Lille 3 (février, 2001). Nous remercions l'ensemble des participants pour leurs remarques et suggestions, notamment Joël Métais (Paris IX – Dauphine), Jeffrey Miller (Université du Delaware), Andrew W. Mullineux (Université de Birmingham) Philippe Saucier (Université d'Orléans) et Dhafer Saïdane (Université de Lille 3). Nous restons seuls responsables des erreurs qui demeurent.

<sup>1</sup> Par économies émergentes, nous entendons les pays en développement qui ont connu un approfondissement financier et des entrées de capitaux significatifs depuis le milieu des années 80 en s'appuyant sur d'importantes réformes financières. Ainsi, au sens de l'*Institute of International Finance*, 29 pays sont concernés : en Asie-Pacifique (Chine, Corée du Sud, Inde, Indonésie, Pérou, Uruguay, Venezuela) ; Europe (Bulgarie, Fédération de Russie, Hongrie, Pologne, République Tchèque, Roumanie, Slovaquie, Turquie) ; Afrique-Moyen Orient (Afrique du Sud, Algérie, Egypte, Maroc, Tunisie). En dépit de la diversité des situations économiques, mais aussi de celle des systèmes économiques adoptés dans le passé, ces marchés émergents se caractérisent par un même problème de mutations institutionnelles de leur système financier – et plus particulièrement de leur système d'intermédiation bancaire – dans le sens de la recherche d'une marchandisation accrue de ce système d'intermédiation.

<sup>2</sup> Ainsi, Kaminsky et Reinhart (1996) – en étudiant 20 pays sur la période 1970 / mi-1995 – identifient une rupture entre les années 80-90 et les décennies antérieures en ce qui concerne l'occurrence des crises bancaires. Si, au cours de la période 1970-1979, trois crises bancaires sont identifiées, ce nombre passe à vingt-deux sur la période 1980-1995. Surtout, dans dix-huit des vingt-cinq crises bancaires, le secteur financier a été libéralisé dans les cinq années précédentes.

<sup>3</sup> Voir en ce sens La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998). Dans une étude empirique, Demirgüç-Kunt et Detragiache (1997) suggèrent que (i) les faiblesses du système légal ont un facteur significatif des crises bancaires, mais que (ii) les arrangements contractuels concernant les droits des crédeurs ont une influence moins significative.

<sup>4</sup> L'approche légale considère dans cette perspective que le type de système financier peut être une variable endogène. En effet, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998) soulignent que « les différences dans la protection légale des investisseurs pourrait expliquer pourquoi les firmes sont financées et possédées de manière si différente dans les différents pays ». Selon Levine (1998), « le système légal influence de manière essentielle le développement bancaire ».

<sup>5</sup> Le rôle des institutions a été souligné dans le rapport de la Banque Mondiale publiée en 2002. Voir World Bank (2002) chapitre 6.

<sup>6</sup> De ce point de vue, notre approche se différencie l'analyse traditionnelle qui ne souligne que le rôle de la structure légale et les droits des actionnaires.

<sup>7</sup> Une telle complémentarité est soulignée dans la théorie néo-classique. Voir notamment Allen et Gale (2000) et Hellwig (1998).

<sup>8</sup> Les BIBF permettent aux banques thaïlandaises habilitées à effectuer des opérations en devises avec des non résidents. Il s'agit d'une mesure essentielle de libéralisation financière : d'une part, elle vise à créer un centre financier régional ; d'autre part, les BIBF ont joué un rôle important dans l'accroissement des entrées de capitaux en Thaïlande en facilitant notamment les opérations d'emprunts en devises des banques thaïlandaises.

<sup>9</sup> Cette dynamique est accentuée par l'augmentation rapide de la production et l'emballlement des prix des actifs qui précèdent les crises monétaires (les pics sont atteints environ 12 mois avant la date de la crise), dans un contexte où les actifs financiers et immobiliers servent de collatéraux pour les banques. Le retournement des marchés d'actifs signifie donc une chute de la richesse nette des emprunteurs, ce qui dégrade la situation des

---

banques commerciales, celles-ci aggravant la situation en accentuant le rationnement du crédit. Les prêts improductifs tendent à s'accroître avant et après la crise bancaire.

<sup>10</sup>. Voir par exemple Stiglitz (1998a).

<sup>11</sup>. Même si on peut contester l'ordonnancement des réformes. Cf. entre autres Brooks et Oh (1999). Nous distinguons ici entre séquentialité et gradualisme. Si la première repose largement sur une logique largement macroéconomique, mettant l'accent sur la stabilisation interne avant l'ouverture externe, la seconde s'intéresse davantage aux enjeux en termes de changements institutionnels des réformes économiques.

<sup>12</sup> Le rôle de réduction des coûts d'information des institutions est particulièrement bien étudié par les approches en termes de théorie des jeux à travers les notions de *convention* (jeu de coordination) et de *norme* (dilemme du prisonnier) (Schotter, 1994).

<sup>13</sup> L'idée de point d'orientation traduit davantage l'idée d'une réduction plus que d'une élimination de l'incertitude (Lachmann, 1994).

<sup>14</sup> On pourra ici se référer à Dulbecco, Dutraive (2001).

<sup>15</sup>. L'approche fonctionnelle de l'intermédiation – après avoir longtemps suggéré une nette séparation entre intermédiation et marché – adopte aujourd'hui une conception similaire. Ainsi, Allen et Gale (2000) évoquent « *les relations symbiotiques entre les marchés et les intermédiaires* » (p.469). Hellwig (1998) souligne quant à lui le fait que les intermédiaires financiers améliorent « *l'efficacité fonctionnelle* » des marchés.

<sup>16</sup>. Citons notamment le Glass Steagall Act (1933) aux Etats-Unis qui avait mis un terme au développement de la banque universelle.

<sup>17</sup>. Un exemple important est ici la mise en oeuvre des réformes financières en France entre 1984 et 1986. Au cours de cette période, la Direction du Trésor a pris d'importantes initiatives afin de moderniser le système financier. Cependant, en raison d'une relation étroite entre les fonctionnaires et les leaders financiers, il est possible d'interpréter la stratégie adoptée en France comme le résultat d'un consensus entre ces différents acteurs qui reconnaissaient les inefficiences du système financier français et étaient d'accord sur les réponses à apporter.

<sup>18</sup> On reconnaît la distinction mengerienne entre institutions *pragmatiques* et *organiques*.

<sup>19</sup>. On retrouve ici la distinction traditionnellement faite entre la présence de règles et leur degré d'application. La création d'institutions fait face à la même difficulté : les institutions peuvent être présentes dans le système économique sans pour autant jouer un rôle décisif dans l'orientation des plans individuels (Lachman, 1970) ou par la contrainte exercée sur les agents (North, 1990). D'ailleurs, dans les termes mêmes de Lachman ou de North, on ne peut parler d'institutions dans la mesure où elles ne sont pas adoptées par les individus.

<sup>20</sup>. En conséquence, au Maroc, le marché des actions est l'objet de pressions spéculatives et ne contribue pas au financement des entreprises privées. En fait, les entreprises introduites sur ce marché résultent du processus de privatisation. Elles n'ont pas de besoins financiers importants.

<sup>21</sup> Notre analyse est fondée sur celle de Lachmann.

<sup>22</sup> Certaines institutions sont plus fondamentales que d'autres dans le sens où elles constituent des éléments fondateurs d'une économie de marché (Lachmann, 1994, p.50).

<sup>23</sup>. Ce problème n'est pas spécifique aux économies émergentes. On peut faire référence ici à la crise financière au Japon qui résulte en partie des réformes financières. En réduisant la solidarité traditionnelle entre les entreprises et les banques, la libéralisation financière a remis en cause la cohérence et l'efficacité du système financier japonais.

<sup>24</sup>. Pour la Corée du Sud, voir notamment Borensztein et Lee (1999). Voir aussi Corsetti, Pesenti et Roubini (1998).

<sup>25</sup>. Pour une vue d'ensemble de la stratégie adoptée dans ce pays, voir World Bank (1999).