

## Le développement du secteur financier : Stabilité ou instabilité ?

### [ Financial sector development : Stability or instability ? ]

**KHEMAKHEM M'hamed Ali**

Université de Sfax : FSEGS, URED, Tunisia

Copyright © 2019 ISSR Journals. This is an open access article distributed under the **Creative Commons Attribution License**, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

**ABSTRACT:** Recent decades have seen a wave of liberalization in the markets for goods and services and financial markets and the development of financial systems. This has resulted in a series of benefits - illustrated by the development of the financial sectors of developing countries - and potential costs - rising uncertainty, increasing financial instability and a greater probability of crises. The characteristics and extent of the net benefits - in terms of financial stability - of waves of internal and external financial liberalization are the subject of a controversial debate, which remains today the main occupation of public authorities in developed countries and developing countries (Including Tunisia and Morocco).

**KEYWORDS:** Financial system, Financial instability, Financial stability, Macro-prudential regulation, Micro-prudential regulation.

**JEL CLASSIFICATION:** O16, O43, O47, C23.

**RÉSUMÉ:** Les dernières décennies ont été marquées par une vague de libéralisation des marchés des biens et services et des marchés financiers et par le développement des systèmes financiers. Ceci s'est traduit par une série d'avantages - illustrés par le développement des secteurs financiers des pays en voie de développement - et par des coûts potentiels - montée de l'incertitude, accentuation de l'instabilité financière, voir une plus grande probabilité et ampleur des crises. Les caractéristiques ainsi que l'étendue des bénéfices nets - en terme de stabilité financière-des vagues de libéralisation financière interne et externe sont l'objet d'un débat controversé qui demeure aujourd'hui la principale occupation des autorités publiques des pays développés et en voie de développement (entre autres la Tunisie et le Maroc).

**MOTS-CLEFS:** Système financier, Instabilité financière, Stabilité financière, régulation macro-prudentielle, régulation micro-prudentielle.

**CLASSIFICATION JEL:** O16, O43, O47, C23.

Le processus de globalisation financière, engagé depuis les années 80, offre un bilan contrasté. D'un côté, le développement de marché de capitaux internationalisés et décloisonnés semble avoir accru au niveau mondial l'efficacité du financement de l'économie. D'un autre côté, la multiplication des crises financières aussi bien dans les pays développés que dans les pays émergents, témoigne d'une forte augmentation de l'instabilité des systèmes financiers.

Ce papier étudie, dans première section, le processus de développement financier ; dans la deuxième section, nous analysons la contribution du développement du secteur financier à la stabilité financière. La troisième section examine l'effet de développement financier sur l'instabilité financière. La quatrième section permet d'envisager les solutions qu'il faut adopter pour assurer une certaine stabilité financière et ce à travers l'étude de la politique macroprudentielle.

### 1 LE DÉVELOPPEMENT DES SYSTÈMES FINANCIERS

Le système financier est au cœur de de l'activité économique. Il a connu des évolutions profondes dans les années récentes, tout en restant étroitement lié à l'économie réelle qui en dépend pour fonctionner correctement. Le système financier comme étant l'ensemble des règles, des pratiques et des institutions est composé de trois entités : i) les marchés financiers, qui sont des lieux où se rencontrent les agents disposant d'un excédent de capitaux (prêteur) et ceux qui ont un besoin de financement (emprunteur) ; ii) les intermédiaires financiers, comme les banques, compagnies d'assurance ou investisseurs institutionnels, qui permettent de mettre en relation prêteur et emprunteurs. Ils peuvent également, comme les emprunteurs, obtenir des fonds directement sur le marché financier grâce à l'émission de titres ; iii) les infrastructures financières, qui assurent quant à elles le transfert des paiements et l'échange, la compensation et le règlement des titres.

Le système financier a pour fonction première d'assurer le transfert efficace des ressources financières des prêteurs vers les emprunteurs. En particulier, il permet de financer la production des entreprises, des administrations publiques et la consommation des ménages. C'est au sein du système financier que l'épargne est convertie en investissements productifs et que sont déterminés le coût du capital et les primes de risque associées aux différentes opportunités d'investissement. Le financement de ces activités est indispensable pour les projets d'investissement et l'accroissement de la capacité productive de l'économie. Ce qui favorise la croissance économique. Le financement constitue, donc l'un des moteurs essentiels du développement économique. Ce financement peut s'effectuer, comme citer ci-dessus, par deux canaux : soit par le recours direct aux marchés de capitaux via l'émission de titres (actions ou obligations), soit par l'intermédiaire des banques qui octroient des crédits. Ces deux formes d'intermédiation sont complémentaires. Cependant les banques jouent un rôle plus important dans le financement des économies des pays en voie de développement. Là où les ménages et les petites et moyenne entreprises trouvent l'essentiel de leurs sources de financement dans le crédit bancaire. Un système financier est performant s'il permet d'assurer convenablement l'activité d'intermédiation, en évaluant correctement les risques financiers et en étant capable d'absorber les chocs financiers est réels.

La plupart des systèmes financiers ont connu de profondes et rapides mutations depuis les années 80 dans les pays développés, comme dans les pays en développement. Plusieurs facteurs expliquent ces transformations, en particulier la multiplication des innovations financières réalisées par les acteurs privés et les réformes décidées par les pouvoirs publics. Ces réformes ont deux objectifs principaux : libéraliser et moderniser les systèmes financiers. Les pays en voie de développement se sont ainsi progressivement dotés de marchés unifiés de capitaux, allant du court au long terme, avec une gamme complète de compartiments communiquant entre eux (monétaire, hypothécaire, bancaire, boursier, produit dérivés). L'une des conséquences de ces politiques a été le développement spectaculaire de la finance de marché. Avec des marchés profonds et liquides, étroitement imbriqués entre eux et largement internationalisés. La vague des nouvelles technologies de l'information et de la communication a largement contribué à ce processus de globalisation financière, en permettant la circulation des flux financiers en temps réel entre les opérateurs des différents marchés sur l'ensemble de la planète.

La plupart du temps, le système financier remplit efficacement ces fonctions. Cependant, dans certains cas, des épisodes d'instabilité financière peuvent être d'une ampleur telle que les dysfonctionnements se transmettent à l'économie réelle. L'instabilité financière est l'état du système financier lorsqu'il est soumis à des perturbations systémiques. Elle se manifeste par des mouvements importants et parfois brutaux des variables financières, notamment les cours boursiers et les taux de change. Ceci se traduit par des crises financières, qui sont principalement les krachs boursiers, les crises de changes, et les crises bancaires.

Le krach boursier peut se définir comme la chute brutale et importante des cours de bourse du fait d'une vente massive d'actions qui entraîne les cours à la baisse. D'une manière générale, il fait suite à une surévaluation du marché boursier. Le fait générateur est le plus souvent l'éclatement d'une bulle spéculative boursière, financière, immobilière, etc.

La crise de change se traduit quant à elle par une baisse brutale du cours des monnaies à la suite d'une attaque spéculative alors que la crise bancaire est une situation dans laquelle les banques se trouvent dans une station de grippage de l'activité d'intermédiation. En particulier, les banques arrêtent d'octroyer des financements nouveaux et ne renouvellent plus les crédits arrivant à maturité vue l'insuffisance des fonds propres ou de la liquidité. En outre, les banques doivent rembourser des créanciers, mais n'ont pas à leur disposition immédiate de l'argent disponible pour le faire (en raison de placements devenus illiquides). Cette situation peut souvent entraîner des faillites bancaires en chaîne.

Ces trois crises forment une crise systémique. Le risque systémique étant entendu comme un risque de dégradation brutale de la stabilité financière, provoqué par une défaillance majeure de la fourniture de services financiers ayant des conséquences sérieuses sur l'économie réelle. Nombre d'institutions financières sont susceptibles d'être mises en difficultés par une crise systémique et propager ces difficultés vers d'autres acteurs. Autrement dit, le risque systémique désigne l'existence d'effet de contagion (ou effet domino) dès lors qu'une crise financière apparaît dans une région de monde. Cet effet domino existe suite

à l'interconnexion croissante et l'augmentation de l'activité en dehors des frontières. Cette interdépendance entre l'économie a comme origine la globalisation alliée au processus de la libéralisation financière.

Ainsi, Les évolutions des systèmes financiers sont porteuses de progrès pour les agents économiques, mais sont également sources de nouveaux risques qu'il convient de mieux prendre en compte. La première des transformations structurelles profondes ayant touché le système financier a été l'accélération de l'innovation financière. Celle-ci a contribué à développer l'offre de produits et de services financiers permettant de mieux répartir les risques et de fournir de nouvelles stratégies d'investissement et de couverture. Elle s'est néanmoins accompagnée d'une perte d'information avec l'émergence d'instruments complexes, augmentant l'opacité des marchés financiers, et favorisant la prise de risque excessives. Cette évolution a pu accroître les imperfections du système financier, que ce soit à cause de l'allocation inefficace du capital ou d'asymétrie d'information. Un second facteur de transformation du système financier est la globalisation qui allie à la libéralisation, a renforcé les échanges entre les centres financiers mondiaux et a soutenu l'ouverture des économies nationales. Cette interconnexion croissante et l'augmentation de l'activité en dehors des frontières peuvent néanmoins se révéler dangereuses lorsqu'ils sont porteuse d'effets de contagion<sup>1</sup>. Enfin, le système financier a vu émerger de nouveaux acteurs, avec le développement d'institutions financières complexes.

Le développement du secteur financier et son intégration<sup>2</sup> s'est révélé un facteur indispensable à l'expansion des économies émergentes ainsi qu'au développement de leur marchés financiers et, en même temps une source importante de stabilité pour les pays en question. Néanmoins, le développement financier et l'intégration financière entre économies émergentes et développés a peut-être entraîné des changements endogènes de la structure du système financiers qui ont créé les conditions de la crise<sup>3</sup>.

## 2 DÉVELOPPEMENT DU SECTEUR FINANCIER ET STABILITÉ FINANCIÈRE

Le développement du secteur financier favorise la stabilité financière. Celle-ci est définie comme une situation dans laquelle le système financier est capable de diriger le capital vers des investissements à forte rentabilité et à risque viable. Le système doit être aussi capable d'absorber les chocs sans provoquer un effondrement des institutions financières, des marchés financiers et du système de paiement.

Le développement financier s'articule principalement autour de trois axes : l'extension des domaines d'intermédiation, l'approfondissement financier (étendue des instruments utilisés) et le type d'agents économiques impliqués. Les bénéfices du développement financier sont bien connus, autant sur le plan théorique que dans la pratique. Un secteur financier bien développé est une base essentielle de la croissance économique. Cela dépend de la qualité des services financiers qu'il fournit. Levine (1997) identifie cinq fonctions majeures du système financier :

- La facilitation des échanges de biens et services
- La mobilisation et la collecte de l'épargne
- La production d'informations sur les investissements envisageables et l'allocation de l'épargne
- La répartition, la diversification et la gestion du risque
- Le suivi des investissements en exécution et le contrôle de la gouvernance

Le système financier facilite les échanges de biens et services en réduisant les coûts de transaction et d'accès à l'information associés à ces échanges. Ceci favorise le développement des échanges et la mobilité des capitaux. Le système financier permet aussi de constituer un stock de ressources financières à partir de la contribution non coordonnée d'un grand nombre d'épargnants.

La troisième fonction porte sur l'acquisition d'une information suffisante et de qualité concernant la rentabilité des projets d'investissement ou la capacité des agents à s'endetter. Le problème d'asymétrie de l'information est ici un déterminant, car seul le débiteur potentiel connaît a priori sa capacité à rembourser un emprunt. L'acquisition de cette information de la part

<sup>1</sup> Ou effet domino

<sup>2</sup> Ouverture accrue aux flux de capitaux

<sup>3</sup> Parmi ces changements, notons l'assouplissement des critères d'octroi du crédit, la hausse de la titrisation et la place accrue des produits titrés dans les bilans bancaires

des créanciers est coûteuse<sup>4</sup>. Si les pays émergents adoptaient les meilleures pratiques dans ce domaine, l'impact sur leur croissance serait considérable.

Une autre avancée souvent portée au crédit de système financier, concerne la gestion de risque. L'existence de marché large et liquide est supposée favoriser une meilleure répartition des risques grâce à la stratégie de diversification des risques menée par les épargnants et investisseurs institutionnels, devenus acteurs centraux des systèmes financiers contemporains. Au-delà de cet effet de diversification, les systèmes financiers permettent aussi la gestion de risque en fonction de la liquidité. Par ailleurs, les innovations financières récentes les plus importantes ont pour but de favoriser la gestion et la dispersion des risques. C'est le cas des produits dérivés dont le rôle premier est de permettre la couverture des principaux risques financiers. L'augmentation et la diversification de l'offre de placement et de financement est censées améliorer l'allocation des ressources dans l'économie, donc au final soutenir la croissance.

Le système financier exerce également une fonction de contrôle de la gouvernance des entreprises. Si les investisseurs, actionnaires ou créanciers, peuvent inciter les dirigeants d'entreprise à maximiser la valeur de l'entreprise, cela améliorera l'efficacité d'allocation des ressources.

Dans les pays où le système légal en place respecte rigoureusement les droits de propriétés, 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.

Ainsi, les institutions financières et les marchés doivent proposer des instruments et des services pour le traitement de paiements, l'épargne et les investissements ainsi que des placements pour diversifier les risques. Lorsque les possibilités de financement s'élargissent, les taux d'intérêt et les primes de risque diminuent, ce qui permet de réaliser davantage de projets. Comme, parallèlement, les investissements sont évalués avec d'avantage de précision et que la diversification internationale des risques s'améliore, ces derniers tendent à s'affaiblir.

L'élargissement et le renforcement du secteur financier est une condition essentielle à une croissance économique durable. L'accès de larges couches de la population à des services financiers tels que des crédits, des assurances et des instruments de prévoyance est indispensable pour stimuler la croissance. Les entreprises, en particulier les PME, ont également besoin d'accéder à des crédits ; la croissance, dont elles sont l'agent moteur, en dépend dans une économie de marché performante.

L'ouverture du marché intérieur aux prestataires de services étrangers accroît, par ailleurs, la concurrence, ce qui se traduit par une offre plus abondante et une meilleure allocation des ressources. Dans ce contexte, les experts se sont également interrogés sur l'augmentation du risque pour les États bénéficiaires, dans la mesure où les établissements financiers étrangers pourraient réduire les crédits en cas de crise et rapatrier leur argent. Il est avéré que certains d'entre eux ont, par exemple, retiré des fonds des pays hôtes en raison de leur dépréciation et de la nécessité de consolider leur capital, notamment pour satisfaire aux nouvelles exigences réglementaires. En outre, si les établissements financiers internationaux ont réduit l'offre de crédits dans certains pays, c'est principalement en raison de la moins bonne solvabilité des débiteurs. Les économistes jugent donc globalement positif pour l'économie l'impact de l'ouverture des marchés aux entreprises étrangères.

L'ouverture des frontières aux flux de capitaux et aux services financiers entraîne une augmentation de l'offre et l'efficacité de l'investissement des capitaux s'en trouve renforcée. La multiplication des possibilités d'épargne pour les ménages privés permet d'utiliser une plus grande masse de capitaux d'épargne pour des investissements productifs. L'approfondissement du secteur financier contribue ainsi à la croissance durable qui, de son côté, diminue les risques d'instabilité. La mise en place de marchés locaux des obligations étatiques et privées est importante pour des raisons de stabilité. Les investisseurs nationaux et étrangers y trouvent de nouvelles opportunités et l'État peut se financer sans s'endetter en devises.

Un autre canal qui favorise la relation positive entre l'intégration financière et la stabilité, via la réduction de la volatilité des flux de capitaux essentiellement durant la période de crise. L'intégration financière peut contrecarrer le drainage de capitaux d'un pays pendant la crise. Ceci aura lieu, quant au lieu d'expatrier les capitaux à l'extérieur, les déposants transfèrent les capitaux aux institutions financières étrangères qui sont considérées mieux gérées que les institutions financières locales. Ce comportement minimise la fuite de capitaux et réduit l'ampleur des crises financières.

---

<sup>4</sup> Le coût des contrôles financiers (par exemple information sur les débiteurs) et celui des incitations nécessaires au respect des conditions contractuelles (par exemple coûts propres des procédures de faillite) sont les deux éléments centraux

Agénor (2003) considère que le troisième canal à travers lequel l'intégration financière avale la stabilité financière est le suivant : Les banques étrangères améliorent la qualité des financements parce que leur comportement comme prêteurs n'est pas influencé par les autorités monétaires. Les banques étrangères échappent au contrôle des autorités publiques dans leur politique d'expansion de crédit. Plus encore, les banques étrangères ont une meilleure gestion de risque qui le rend aptes de subventionner le crédit aux emprunteurs solvables. Les banques étrangères ont donc un portefeuille de crédit de qualité qui leur permet de contribuer positivement à la stabilité financière.

L'intégration financière booste la stabilité financière. L'intégration financière facilite l'importation de meilleures pratiques de régulation et la supervision ainsi que la discipline du marché. Ceci a comme résultat que les autorités de supervision et de réglementation dans les pays qui ont un système financier sous développé, améliorent leur système de supervision et de régulation en empruntant les meilleures pratiques dans le domaine de la législation des marchés des actifs, standards comptables et la gouvernance interne. En plus, les banques étrangères sont réglementées sur des bases solides dans leurs pays d'origine. Leur présence dans le marché local peut améliorer la surveillance réglementaire. De cette manière, les pays sous-développés peuvent bénéficier de la régulation efficace des pays développés. Ainsi, les problèmes d'imperfection du marché tels que les problèmes de coût d'agence, d'asymétrie d'information et de sélection adverse peuvent disparaître. Les systèmes financiers des pays hôtes peuvent ainsi gagner en termes de stabilité financière.

Au total, outre le rôle central qui lui revient dans le bon fonctionnement de l'économie, un secteur financier approfondi<sup>5</sup> et diversifié est également important pour exploiter les opportunités qu'offre l'ouverture aux capitaux étrangers et réduire les risques inhérents aux imbrications internationales qui lui sont liées. Les systèmes financiers peu intégrés et peu développés seraient plus stables, n'est toutefois pas entièrement juste. En effet, des secteurs financiers peu développés avec des marchés peu liquides et insuffisamment diversifiés ne sont pas en mesure de proposer toute les offres dont les ménages, les entreprises et l'Etat ont besoin pour se financer et se couvrir. Par conséquent, des secteurs financiers peu développés peuvent poser un risque de stabilité, tant au niveau national qu'international.

Par ailleurs, l'ouverture et le développement des secteurs laissent augurer une croissance plus rapide, une baisse de sa variabilité et un recul de la probabilité d'un risque réel systémique sur les marchés boursiers. En effet, la vulnérabilité face aux crises n'était pas cause par le volume des flux de capitaux mais par leur structure. Ceux qui financent l'investissement direct à l'étranger seraient moins volatils que les crédits bancaires en devises à court terme. Par ailleurs les marchés de destination peu liquides et peu diversifiés rendraient fondamentalement plus difficile la gestion des flux de capitaux. Les chocs exogènes y seraient plus difficiles à absorber. Le développement du secteur financier devrait par conséquent étendre, à moyen terme, la marge de manœuvre pour gérer les flux de capitaux volatils et améliorer la résistance aux chocs est stimuler la croissance.

La libéralisation du secteur financier et l'ouverture de l'économie à l'endettement extérieur (libéralisation des flux des capitaux) ne sont efficaces qu'à condition que le secteur financier local soit suffisamment développé. L'intégration progressive est une source de développement pour le secteur financier d'un pays, et de liquidité pour les marchés boursiers. Les progrès de l'intégration financière s'accompagnent d'un renforcement de la qualité des institutions et de la gouvernance des entreprises. Chacun de ces effets favorise l'expansion économique sur le long terme. L'intensification du développement du secteur financier annonce avec certitude confortable de meilleures possibilités de croissance, mais l'inverse ne se vérifie pas forcément. Plus concrètement encore, la concurrence entre les banques, l'implication modérée des banques étatiques, l'ouverture aux banques étrangères, la mise en application cohérente des réformes financières et la concurrence sur les marchés des produits constituent, en général, autant d'aspects particuliers d'une politique économique réussie. Ils permettent de renforcer l'impact positif du développement financier sur la croissance et la stabilité.

### 3 L'IMPACT DU DÉVELOPPEMENT DU SECTEUR FINANCIER SUR L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE

L'un des problèmes majeurs posé par les mutations récentes concerne les questions de stabilité financière. La finance moderne pose un véritable dilemme efficacité- stabilité. D'un côté, celle-ci est supposée apporter un gain en efficacité et en matière de gestion de risques, comme on vient de le voir. Mais d'un autre côté, les nouvelles formes de la finance peuvent être à l'origine de grave dysfonctionnement en termes de stabilité, ce qui atteste la multiplication récente des crises financières. Cette ambivalence de la finance moderne caractérise, par exemple, les marchés des produits dérivés<sup>6</sup>. Ils constituent un

<sup>5</sup> Ou liquide

<sup>6</sup> Marchés à terme, d'option de swap

progrès pour les acteurs économiques auxquels ils offrent des instruments efficaces de couverture contre le risque. Mais on sait également que les produits dérivés peuvent être un important facteur d'instabilité. D'une part parce qu'ils représentent l'un des principaux leviers à la disposition des spéculateurs. D'autre part, et surtout, ces instruments peuvent conduire à de nouvelles formes d'instabilité, de nature systémique. Le risque de système se réalise lorsque les interactions entre les agents individuels et les marchés conduisent à une situation d'insécurité et d'instabilité générales qui affecte l'ensemble du système financier et se propage à l'économie toute entière. Ces interactions, que les économistes qualifient d'externalités négatives, résultent du dysfonctionnement des marchés qui ne parviennent pas à séparer les risques (marchés incomplets) ou à exprimer de manière correcte toute les informations disponible (marchés imparfaits). Le risque de système n'est pas la juxtaposition de risques individuels. Ce processus macroéconomique se traduisant par un risque global. La réalisation du risque de système dépend de la robustesse du système financier, de sa capacité d'absorber, plutôt qu'à amplifier les perturbations. Le développement et la complexité des systèmes financiers moderne est un facteur favorable au déclenchement, puis à la propagation du risque systémique. Le coût des crises peut être extrêmement élevé dans la mesure où celle-ci affecte non seulement le système financier, mais également l'ensemble de l'économie ; ou même plusieurs économies par contagion.

L'augmentation de la monnaie scripturale qui accompagne la croissance de la masse monétaire comporte un risque de crise du système bancaire. La défaillance d'une banque, incapable d'assurer la liquidité des dépôts, est susceptible de se transmettre à l'ensemble du système bancaire, en l'absence d'un système efficace de surveillance des banques et d'une assurance des dépôts, voire en présence d'une défaillance même de l'État accumulant des arriérés de paiements. Une ruée peut toucher des banques en bonne santé en raison des coûts d'une liquidation brutale des titres et en raison d'un manque d'information des déposants sur la solvabilité des banques, qui empêche les déposants de distinguer les banques solvables des non solvables. Le comportement individuel de chaque déposant qui retire précipitamment ses dépôts est dès lors rationnel. Ainsi un développement trop rapide de la monnaie scripturale, risque d'engendrer des défaillances bancaires en série.

La hausse du taux d'intérêt peut constituer un facteur prédisant à une crise financière. Si les taux d'intérêts du marché sont suffisamment entraînés à la hausse, la probabilité que les prêteurs prêtent à des emprunteurs présentant des mauvais risques augmente<sup>7</sup> du fait que ceux qui présentent des bons risques de crédit sont moins à même d'emprunter à ces taux plus élevés, à la différence des premiers. Une faible hausse du taux d'intérêt peut entraîner une baisse du volume des prêts et même un effondrement éventuel du marché des prêts.

L'accroissement de l'incertitude se répercute sur l'asymétrie de l'information sur le marché financier et aggrave le problème d'anti-sélection. Ce qui provoque une chute des prêts, de l'investissement et de l'ensemble de l'activité économique.

D'autre part, l'intensification de la concurrence conduit les banques à élever les taux d'intérêt créditeurs pour conserver ou attirer les dépôts, ce qui tend à réduire leur marge. Ceci est souvent considéré comme favorable au développement de l'épargne et de l'investissement. Mais il se peut aussi que cette réduction des marges entraîne une baisse de la valeur attachée au privilège bancaire. Cette baisse risque d'inciter les banques à accroître leur rendement en acquérant des actifs plus risqués, autrement dit à avoir un comportement de spéculateur.

Selon l'analyse de Stiglitz et Weiss (1981), le comportement normal d'une banque face à l'incertitude est de limiter volontairement son taux d'intérêt et de rationner la demande de crédit. Ceci permet d'éviter, dans un contexte d'asymétrie d'information, une sélection adverse du risque et une incitation à une prise excessive de risque par ses clients une fois les crédits accordés (Stiglitz et Weiss, 1981). Les banques rationnent le crédit aussi pour réduire tout simplement les coûts du « monitoring » ou de suivi des prêts qui croît avec la probabilité de défaut et donc le taux d'intérêt.

McKinnon (1988) a montré qu'en revanche, dans les pays en développement, les banques ont un comportement d'aléa moral : elles sont incitées à faire des prêts très risqués à des taux d'intérêt excessivement élevés, à prendre des risques de change et de transformation des échéances pour accroître leur activité. Ces banques considèrent que si la conjoncture reste favorable elles feront d'importants profits, alors que, si la conjoncture se retourne entraînant la défaillance de nombreux emprunteurs, les pertes massives du système bancaire seront prises en charge par l'autorité monétaire nationale ou les institutions financières internationales.

De même, il se peut qu'un grand nombre d'intermédiaires financiers, au lieu de diminuer les risques du financement externe, les accroissent. L'augmentation du nombre des banques et de la concurrence n'a pas que des aspects bénéfiques. Elle tend à réduire la longévité des relations entre banques et clients, ceux-ci passant plus facilement d'une banque à l'autre, et

---

<sup>7</sup> Sélection adverse

elle diminue ainsi l'incitation de la banque à investir en information dans la mesure où le rendement de cet investissement est à long terme.

Dans ce contexte, les risques de crises financières se sont accrus avec le développement des marchés financiers. Dès 1985, Stiglitz a soutenu que l'inégalité d'information entre investisseurs sur ces marchés suscite des comportements de « passager clandestin », que la multitude de petits porteurs ne permet pas aux actionnaires d'exercer un véritable contrôle sur les dirigeants d'entreprises et que la liquidité du marché incite les détenteurs de titres en cas de difficulté à vendre leurs parts plutôt qu'à faire pression pour un changement de gestion. La combinaison de ces imperfections du marché conduit selon l'auteur à une allocation inefficace de l'épargne à l'investissement. Ces imperfections augmentent simultanément les risques de crises financières.

Il semble que l'intégration financière entre économies émergentes et développées a provoqué une augmentation rapide des entrées de capitaux vers les pays émergents<sup>8</sup>. Leur monnaie subissait une pression à la hausse et la compétitivité de leur industrie d'exportation s'entrouvrait affaiblie. Ces pays ont donc pris des mesures pour limiter ces flux de capitaux. Les flux financiers allaient toutefois, en sens contraire (vers les pays industrialisés), puisque les garanties d'Etat accordées aux banques dans les pays industrialisés réduisaient les risques pour les investisseurs. En plus l'intégration financière entraîne des changements endogènes de la structure du système financiers qui ont créé les conditions de la crise. Parmi ces changements, notons l'assouplissement des critères d'octroi du crédit, la hausse de la titrisation et la place accrue des produits titrés dans les bilans bancaires : C'est la facilité d'accès au crédit qui affecte l'affectation de la quasi-totalité des actifs (financiers, immobiliers, boursiers). Les banques ont ainsi un rôle central à travers le mécanisme de l'accélérateur financier. Le processus de mondialisation s'est traduit par une interdépendance accrue des marchés financiers, ce qui favorise la diffusion des emballements spéculatifs entre des pays qui peuvent être fort distants les uns des autres, mais qui sont reliés par l'arbitrage des agents financiers. De plus, les emballements spéculatifs sont aggravés par les comportements des acteurs financiers caractérisés par le mimétisme, la perte de mémoire des précédents épisodes de crise, ou encore une excessive confiance en ses propres choix par rapport à ceux des autres acteurs du marché, sans oublier l'aveuglement qui marque les périodes spéculatives précédant les crises.

L'intégration financière peut déstabiliser le système financier en créant des institutions financières qui sont "to-big-to-fall". Cela apparaît quand les banques étrangères prennent le contrôle des banques nationales à travers les fusions et acquisitions. Ceci accroît la concentration des banques étrangères dans les marchés financiers locaux. Agénor (2003) démontre que ce problème émerge quand les autorités monétaires deviennent concernées et que la faillite d'une banque particulière précipite la crise financière. En conséquence, les autorités considèrent que l'échec de cette banque est trop coûteux et sont prêts à renflouer en cas d'échec imminent. Ce comportement par les autorités peut déclencher un mauvais comportement de l'institution concernée qui peut se manifester dans la gestion imprudente des risques. Ce qui augmente le risque moral de la part des banques et peut provoquer progressivement une instabilité financière<sup>9</sup>.

Les banques étrangères peuvent contribuer à l'instabilité financière en causant des pertes brutales. La nature transnationale des banques étrangères facilite le retrait de capitaux des pays qui subissent des récessions économiques en faveur de pays plus stables. Ils peuvent le faire parce que les récessions économiques ont tendance à augmenter les taux de défaut et les prêts improductifs. Les brusques retraits de capitaux provenant des pays hôtes exacerbent l'instabilité financière. Ce qui souligne la nécessité de mettre en place des mesures appropriées pour assurer la libre entrée des banques étrangères sans compromettre la stabilité du système financier national.

L'intégration financière pourrait avoir un impact négatif sur la stabilité financière à travers les habitudes imprudentes d'octroi de crédit. Les habitudes imprudentes sont souvent une conséquence des entrées de capitaux soudaines. La banque mondiale (2007) indique que les recettes soudaines du capital étranger sont souvent accompagnées d'une baisse de la qualité de portefeuille de prêts des banques. Cette situation peut être plus aiguë dans les pays où l'appareil de réglementation est faible. Les banques mal réglementées ont tendance à investir dans des activités profitables mais risquées. Cette poussée des prêts bancaires expose le système financier au risque d'instabilité financière qui peut même déclencher des crises.

---

<sup>8</sup> Surtout à court terme

<sup>9</sup> Il est donc impératif que la réglementation prudentielle et la surveillance, de manière proactive, freinent la croissance non désirée des banques étrangères en empêchant les fusions acquisitions qui sont susceptibles de causer des risques systématiques.

Enfin, le plus grave facteur par lequel l'intégration financière érode la stabilité financière est la contagion. Ce phénomène se développe dans un environnement où les marchés de différents pays se côtoient. Si un pays est intégré aux marchés financiers mondiaux, les marchés financiers sont des mécanismes qui font que les prix des actifs dans ces marchés et d'autres variables meuvent ensemble. Bien que le co-mouvement soit souhaitable quand il y a boom ; elle a des effets dommageables graves sur la stabilité financière lorsque l'inverse se produit. La contagion, est donc, un phénomène associé à la propagation de chocs d'un pays à l'autre. Ce qui est souvent observé par la co-variation dans les taux de change, flux de capitaux et prix des actions.

Par ailleurs, des mécanismes sous-tendent les crises de nature systémique. Le premier mécanisme est spécifique aux marchés financiers qui sont en fait des marchés de promesses et non pas des marchés typiques de biens et services : face à l'incertitude propre à tout investissement et plus encore à l'innovation, émergents des valorisations financières fortement conventionnelles et caractérisées par l'alternance de phases d'optimisme et de pessimisme, sans aucune garantie de convergence vers une valeur fondamentale, elle-même largement indéterminée.

Un deuxième mécanisme concerne le caractère pro-cyclique de la prise de risque, de la part des acteurs bancaires et financiers : ces derniers ont tendance à prendre d'autant plus de risque que la conjoncture est bonne. En sens inverse, lorsque les perspectives sont défavorables, l'aversion au risque des agents s'accroît, en particulier celle des banques qui peuvent aller jusqu'à rationner le crédit. Ainsi, les acteurs financiers par leur comportement, exercent un effet déstabilisateur car ils sont enclins à amplifier les cycles économiques : c'est le processus d'accélérateur financier, théorisé par l'économiste Ben Bernanke. Ce mécanisme porte aussi bien sur les actifs financiers que sur les crédits bancaires, et il affecte particulièrement les économies nouvellement ouvertes à la finance internationale.

Selon Minsky (1986), le principal mécanisme qui pousse l'économie capitaliste vers l'instabilité et vers les cycles économiques est l'accumulation de la dette par les entreprises. Les entreprises recourent massivement à l'endettement, tant les rendements sont supérieurs au taux d'intérêt bancaire. Le surendettement qui en résulte ne peut que déboucher sur réajustement des anticipations pas trop optimistes. Les entreprises tentent ainsi de restaurer la structure de leur bilan en remboursant leurs emprunts. Dans ce but, elles sont amenées à vendre à prix réduits pour honorer leurs engagements de paiement ainsi que leurs charges financières. Si toutes les entreprises adoptent cette stratégie et que les marchés sont concurrentiels, les prix enregistreront une chute. Des lors, en dépit des efforts pour réduire le montant nominal de la dette, son volume apprécié en termes réels peut croître. D'où une nouvelle série de ventes en catastrophe par les entreprises pour honorer leurs engagements, inchangés en valeur nominale mais plus lourds en termes réels, et restaurer leur liquidité. Ce processus cumulatif et non autorégulateur finit par entraîner le système financier à une situation d'instabilité financière.

Cela étant, l'ouverture et le développement des secteurs financiers appelle une adaptation du cadre réglementaire. Comme on l'a constaté ces dernières années, le manque de réglementation et de surveillance des marchés financiers peut déclencher ou exacerber une crise.

## **4 COMMENT MAINTENIR LA STABILITÉ FINANCIÈRE ? LE RÔLE DE LA POLITIQUE MACRO PRUDENTIELLE**

### **4.1 LA RÉGULATION MICROPRUDENTIELLE**

Lorsqu'une crise systémique est en cours de déclenchement, l'arme ultime est l'intervention de la Banque Centrale, en tant que prêteur de dernier ressort. Cette intervention peut prendre plusieurs formes. La forme traditionnelle est l'injection en urgence de liquidité dans les banques en difficulté afin d'éviter que la défaillance de banques individuelles ne suscite des paniques de la part des déposants et ne se propagent à l'ensemble du système bancaire et financier. L'intervention du prêteur de dernier ressort peut aussi consister en une action directe sur le marché financier en crise.

Etant donné leur coût élevé, les crises systémiques doivent être évitées à tout prix. C'est l'objet des politiques de prévention des crises. Des progrès importants en été réalisés dans ce domaine depuis les débuts de la globalisation financière dans les années 70. La principale avancée en la matière est due aux travaux de la Comité de Bale sur le contrôle bancaire créée en 1974. Les recommandations du Comité de Bale, notamment à travers l'accord de Bale de 1988, ont joué un rôle décisif en incitant les banques à perfectionner leurs méthodes de gestion de risques et en cherchant à généraliser ces procédures à l'ensemble des pays. L'accord de Bale recommandait notamment aux banques internationales de respecter un ratio prudentiel de solvabilité : le ratio Cooke. Le nouvel accord de Bale (Bale2), repose sur deux innovations majeures. D'une part, il propose une réglementation qui ne se limite pas aux seules exigences de fonds propres (pilier 1). Bale 2 englobe également le processus de surveillance prudentielle et le contrôle interne (pilier 2), ainsi que la discipline de marché et la transparence de l'information (pilier 3).

Si elle comporte des avancées importantes quant à la supervision des banques, la réforme Bale 2 fait également l'objet de critiques de la part d'une large fraction de spécialistes et de chercheurs. Ces derniers soulignent les dangers de l'accroissement de la sensibilité des banques aux risques et à l'exigence minimale de fonds propres. En particulier les pressions auxquelles seront soumises les banques pourraient renforcer leur comportement pro-cyclique. Si, l'offre de crédit et les autres sources de financement ne sont pas parfaitement substituables, la discipline exercée par les ratios de capital peut engendrer des conséquences réelles en affectant les dépenses d'investissement des entreprises. Le comportement de "sur-réaction" des banques risque d'être encore plus prononcé envers les emprunteurs les moins bien notés, ou les emprunteurs plus difficile à évaluer et dont l'accès au financement non bancaires et plus problématique. C'est le cas des petites et moyennes entreprises et des pays en voie de développement.

Ainsi, le nouvel accord de Bale risque d'aggraver les inégalités entre les emprunteurs, et renforcer l'effet d'accélérateur financier en amplifiant le comportement pro cyclique des banques dont on a indiqué qu'il était l'un des mécanismes des crises de nature systémique.

Il existe un autre canal, déjà mentionné, par lequel les réformes prudentielles en cours pourraient accroître les risques systémiques. C'est le fait que les banques profitant des innovations financières (titrisation des créances, produit dérivés), externalisent une part croissante de leurs risques de manière à réaliser des économies en termes de couverture de risques par des fonds propres coûteux. On devrait ainsi assister à une diffusion accrue du risque sur les marchés par les intermédiaires bancaires qui le portaient traditionnellement dans leur bilan avant qu'apparaissent ces innovations financières. Il y a là un danger de nature systémique liée au transfert des risques à des acteurs moins surveillés, tels que les investisseurs institutionnels et les fonds spéculatifs. Ainsi, alors que même la robustesse des banques serait renforcée, on pourrait assister à des enchaînements susceptibles d'aggraver la vulnérabilité des acteurs non bancaires et, par effet de contagion, d'entraîner la déstabilisation du système financier.

La sous-estimation du risque systémique par les autorités publiques, et par le comité de Bale en particulier, tient fondamentalement à leur conception du fonctionnement des marchés. Selon cette vision, ces derniers sont en mesure de s'autoréguler, et les crises sont d'abord le résultat de chocs exogènes, ou d'erreur de politique économique. Il suffit donc, pour assurer la stabilité du système bancaire et financier, de fixer aux acteurs des marchés des règles de bonne conduite<sup>10</sup> et d'assurer la discipline du marché<sup>11</sup>. C'est ainsi que le Comité de Bale a choisi de privilégier une approche de nature "micro prudentielle" qui cherche à promouvoir la stabilité en régulant les banques individuelles. Ce choix est lié à la représentation théorique, fondée sur le paradigme dominant de l'efficacité des marchés, qui sous-tend l'action des régulateurs et des banques centrales. Une telle approche, optimiste et réductrice, tend à minimiser les risques d'instabilité systémique car elle ignore les interactions entre les différentes catégories d'acteurs et de marchés, ainsi que les relations entre cycles financiers et cycle réels. Le paradigme alternatif de représentation de la finance, d'inspiration keynésienne, apparaît plus approprié pour prendre en compte le risque systémique. Il part de l'idée que les marchés financiers sont fondamentalement instables, et que cette instabilité est endogène car elle résulte des interactions entre agents sujets à des renversements brutaux d'opinion, conduisant à des épisodes d'éphorie et de dépression.

#### 4.2 VERS UNE RÉGULATION MACROPRUDENTIELLE

Il existe aujourd'hui une prise de conscience de l'insuffisance de la supervision micro prudentielle, notamment par les organisations internationales (FMI et BRI). On admet la nécessité de mettre en œuvre des dispositifs macroprudentiels, destinés à stabiliser le système bancaire et financier dans sa dimension globale et macroéconomique, et donc contenir les risques de nature systémique. Une prévention efficace des risques doit s'appuyer sur deux volets - micro et macro- de la régulation prudentielle.

S'il est vrai que toutes les politiques économiques, qu'elles soient monétaires, budgétaires, de change ou structurelles, peuvent contribuer à promouvoir la stabilité financière, la politique macroprudentielle a été développée dans le but explicite et principal d'assurer la stabilité de l'ensemble du système financier et d'éviter la constitution ainsi que la matérialisation du risque systémique.

<sup>10</sup>Transparence de l'information

<sup>11</sup> Concurrence

Agir en faveur de la stabilité financière s'organise en trois étapes : surveiller et analyser la situation économique et financière, diagnostiquer le risque systémique et mettre en place des mesures de réponse adaptées.

La prévention du risque systémique implique la mise en place d'instruments et de procédures tournés vers la détection et la mesure des risques de nature systémique, ainsi que la lutte contre ces risques. Une solution consiste à intégrer dans la mesure du risque certains indicateurs d'alerte, qualifiés de macroprudentiels, dont on sait qu'ils préfigurent la montée de vulnérabilités et de dettes futures.

En outre, il s'agit de lutter contre la "pro-cyclicité" des systèmes financiers, c'est à dire l'effet par lequel les systèmes financiers peuvent amplifier les cycles économiques, que ce soit en favorisant l'apparition des phases d'expansion excessive au cours desquelles les risques sont sous évalués et s'accumulent ou, symétriquement, en renforçant les perturbations dans les phases de contraction du fait d'une aversion excessive aux risques. Ces phénomènes peuvent se traduire par la constitution de bulle de prix d'actifs ou par des retournements brutaux du cycle. Néanmoins la vocation de la lutte contre la pro-cyclicité n'est pas d'éliminer tout cycle financier. En effet, ceux-ci tant qu'ils restent d'ampleur raisonnable, sont l'expression normale de l'activité économique. Il s'agit d'éviter une volatilité et une ampleur excessive.

La lutte contre le biais pro-cyclique des banques et des marchés financiers est également un moyen de réduire les risques de nature systémique. L'un des instruments, est la mise en œuvre par les banques d'un système de provisionnement dynamique ou pré-provisionnement qui conduit au lissage des provisions sur la durée du cycle économique<sup>12</sup>. Le système actuel de provision est pratiqué "expost", une fois la dégradation des créances est constatée, ce qui se produit souvent dans la partie basse du cycle conjoncturel et amène les banques à sur- réagir. Le système dynamique permet aux banques de calculer leurs provisions sur les pertes attendues sur la durée d'un cycle entier, ce qui atténue la volatilité et la cyclicité des résultats des banques. Ces procédures réduiraient le comportement pro cyclique des banques dans la mesure où le risque serait couvert avant son apparition.

Les contrôles de capitaux constituent une dernière série de mesures de nature à atténuer les effets déstabilisants de la finance internationale. On constate en effet que la plus grande part des flux financiers internationaux obéit en temps ordinaire à un schéma pro cyclique, et souvent à une logique spéculative de nature à déstabiliser les banques et les entreprises. La régulation des capitaux, par des mesures fiscales et réglementaires, peut contribuer à protéger les pays concernés contre les crises financières. Cet instrument peut jouer un rôle efficace, ce qui commence même à être reconnu par les défenseurs de l'idéologie néolibérale actuelle.

Par ailleurs, la politique macroprudentielle vise à renforcer la résilience du système financier, c'est-à-dire sa capacité à absorber les chocs financiers ou économiques sans répercussion grave. Pour cela, la politique macroprudentielle cible notamment les institutions d'importance systémique, celles dont la faillite pourrait mettre en danger l'ensemble du système financier. En effet, il ne s'agit pas d'empêcher toute faillite, mais d'éviter celle que le système financier ne pourrait supporter. Dans cette perspective également, la politique macroprudentielle s'attache à limiter les phénomènes de défaillance collective, qui soient liés à des interconnexions fortes ou à des expositions massives à un risque identique. En réduisant la probabilité et l'impact des défaillances systémiques, la politique macroprudentielle permet ainsi d'éviter que les contribuables ne soient mis à contribution pour soutenir le système financier.

Ainsi, afin d'augmenter la capacité d'absorption des chocs, des instruments ont été envisagés. La surcharge en capital pour les institutions systémiques ou l'exigence de détention d'actifs liquides pour faire face aux situations de gel des marchés, et à rendre le système financier moins complexe, sont quant à elle des mesures macroprudentielles car leur objectif est de limiter le risque pesant sur le système financier dans son ensemble en renforçant la capacité des institutions critiques à absorber les chocs.

## 5 CONCLUSION

Dans les économies en développement, la libéralisation financière du secteur financier n'était pas perçue comme un réel problème jusqu'à tout dernièrement, et l'éclatement d'une crise était jugé improbable. Au lendemain de la crise asiatique, peu d'indices attestent la réalité des bienfaits de la libéralisation du secteur financier pour la croissance. On s'inquiète d'avantage des difficultés dans les quelle la libéralisation financière était susceptible de plonger les économies des marchés émergents en

---

<sup>12</sup> Coussin de capital contra-cyclique

compliquant grandement la gestion macroéconomique. Les récentes crises financières sont surtout dues à des déséquilibres macroéconomiques, à une quête d'endettements élevés et aux faiblesses endémiques des systèmes financiers de nombreux pays. Maintenant que les crises sont passées, les efforts portent désormais sur le renforcement de la robustesse des systèmes financiers des pays émergents. En effet, la capacité de la discipline du marché à assurer la stabilité des systèmes financiers des pays en développement sera limitée tant que les structures présentent des lacunes. Si elle bien gérée, la libéralisation du secteur peut créer un cercle vertueux propice au renforcement de la discipline du marché, améliorant ainsi la solidité des systèmes financiers des pays en développement.

Au fur et à mesure que les marchés émergents continueront à évoluer, deux tâches incomberont en grande partie aux autorités de contrôle et de réglementation : le maintien des systèmes financiers robustes et la résolution des crises quand elles surviennent. Les autorités de réglementation et les décideurs économiques ont fortement intérêt à améliorer la stabilité financière. Des réformes ont été entreprises sur plusieurs fronts : réglementation des fonds propres, infrastructure des marchés, résolution des défaillances macro prudentielle. Ces réformes doivent encourager la mise en commun de l'information aux fins de la réglementation des institutions financières actives à l'échelle mondiale et tenir compte des risques qui accompagnent la possibilité d'arbitrage réglementaire. La réglementation pourrait dans l'avenir susciter un mouvement protectionniste financier. La communauté internationale s'efforce de parer à cette éventualité afin de laisser la mondialisation stimuler la croissance.

En plus, il est essentiel que les initiatives réglementaires fassent l'objet d'une concertation internationale et que les politiques élaborées reposent sur des règles plutôt que sur un pouvoir discrétionnaire. Les règles sont plus indiquées si l'on veut éviter que les autorités se mettent au service d'intérêts privés et favoriser un environnement stable. Il faut mettre en place un cadre réglementaire solide, et le tenir à jour, afin que la prise de décisions puisse se faire dans un environnement financier moins incertain.

Au total, les chercheurs sont invités à approfondir les liens entre la finance et la macroéconomie, pour que les analyses macroéconomiques prennent mieux en compte le fonctionnement des marchés financiers, le rôle des teneurs de marché et des agents hétérogènes de même que la nature des problèmes d'information. La définition d'une politique réglementaire optimale passe par la prise en compte conjointe de ces facteurs macroéconomiques et financiers.

## REFERENCES

- [1] Agenor, P. R, 2003, "Benefits and cost of international financial integration: Theory and facts", *The World Economy*, Vol. 26(8), pp. 1089-1118.
- [2] Aghion, P., Bacchetta, P., Banerjee, A, 2004, "Financial development and instability of open economies", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 51, pp. 1077-1106.
- [3] Bernanke, B., M. Gertler et S. Gilchrist, 1999, «The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework ". In: *Handbook of Macroeconomics*, sous la direction de J. Taylor et M. Woodford, Amsterdam, North Holland.
- [4] Bernanke, B.S., and M. Gertler, 1989, "Agency costs, net worth, and business fluctuations", *American Economic Review*, Vol. 79, pp. 14--31.
- [5] Bernanke, B.S., and M. Gertler, 1990, "Financial fragility and economic performance", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105, pp. 87-114.
- [6] Borio, C, 2009, "L'approche macroprudentielle appliquée à la régulation et à la surveillance financières ", *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, Vol.13
- [7] Borio, C., Furfine, C.H. et Lowe, P, 2001, " Procyclicality of the financial system and financial stability: Issues and policy options", *BIS Paper*, 1
- [8] Borio, C, 2003, "Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?" document de travail, 128, *Banque des Règlements Internationaux*.
- [9] Bouaich, N., Yaici, F, 2014, "Libéralisation Financière et Développement Financier : Approche Comparative entre l'Algérie, le Maroc et la Tunisie", *Revue des Sciences Economiques et de Gestion*, Vol. 89, p14.
- [10] Bruno A. Châtelain, J-B, 1995, "Efficacité des systèmes financiers et développement économique", *Economie Internationale*, Vol 61, 1<sup>er</sup> trimestre.
- [11] Campos, N.F. Karanasos, M., Tan, B, 2012, "Two tangle financial development, political instability and economic growth in Argentina", *Journal of Banking & Finance*, Vol.36, pp.290-304.
- [12] Federici, D., Caprioli, F, 2009, "Financial development and growth: An empirical analysis", *Economic Modelling*, Vol. 26, pp. 285-294.
- [13] Jacquet, P., Pollin, J. P, 2012, "Systèmes financiers et croissance ", *Revue d'économie financière*, Vol. 2, pp. 106, 77-110.

- [14] Jeanneney, S.G., Kpodar, K, 2006, "Développement financier, instabilité financière et croissance économique", *Economie & prévision*, Vol. 178, pp. 2-69.
- [15] Khemakhem, M. A, 2013, " Développement Des Systèmes Financiers et Croissance Economique : Cas des Pays en Voie de Développement ", *Revue Européenne du Droit social*, Vol. 18, 1, pp. 218-239.
- [16] Knight, M, 1999, " Les pays en développement ou en transition devant la libéralisation financière", *Finance & Développement*, Vol. 2, pp. 32-35.
- [17] Korinek, A., Sandri, D, 2015, "Capital Controls or Macprudential Regulation?" *IMF Working Paper*, 15/218.
- [18] Levine, R, 1997, "Financial development and economic growth: Views and agenda". *Journal of Economic Literature*, Vol.35, pp. 688–726.
- [19] Mckinnon, R. I, 1988, "Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDC's", in *The State of Development Economics: Progress and Perspectives*, Basil Blackwell Inc., pp.386-410.
- [20] Minsky, H.P, 1986, "Stabilizing an Unstable Economy". New Haven, *Yale University Press*, Edition 2008, McGraw-Hill, p.350.
- [21] Mishkin, F.S,1996, "Understanding financial crisis: a developing country perspective", *Annual World Bank Conference on Development Economics*.
- [22] Motelle, S., Biekpe, N, 2015, "Financial integration and stability in the Southern African development community", *Journal of Economic Business*, Vol. 79, pp. 100-117.
- [23] Piterle, I., Haufler, F., Hong, P, 2015, "Assessing emerging markets' vulnerability to financial crises", *Journal of Policy Modeling*, pp. 1-17.
- [24] Plihon, D, 2006, "Instabilité financière et risque systémique : l'insuffisance du contrôle macroprudentiel", *Cahiers français*, Vol. 331, pp. 85-90.
- [25] Stiglitz, J.E, 1985, "Credit markets and the control of capital". *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.17, pp. 133–152.
- [26] STIGLITZ, J. et WEISS, A, 1981, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information ", *American Economic Review*, Vol.71, pp. 393-410.