

La Répression Financière A La Libéralisation Financière

Introduction

Du point de vue théorique, le concept de libéralisation financière apparaît au début des années 70 dans les écrits de R.I. McKinnon (1973) et Shaw (1973), ils ont présenté comme la fin de la répression financière qui a connu une longue période d'interventionnisme étatique sur le système financier qui avait entravé le développement économique.

Les pays développés ont abandonné progressivement l'économie d'endettement au profit d'une économie du marché.

L'approche de McKinnon et Shaw, met l'accent sur les causes de la répression financière et l'analyse comme une mauvaise gestion du système monétaire et une mauvaise politique de crédit ; comme elle s'appuie aussi sur le caractère fragmenté, des marchés financiers dans les pays en développement entraînant une mauvaise allocation de ressource, ce qui ralentit la croissance économique. Alors McKinnon et Shaw confirment qu'une économie libéralisée se développe plus rapidement.

Le processus de la libéralisation financière compte deux volets : d'une part la croissance de l'épargne, d'autre part celle de l'investissement induite par la précédente grâce à l'accroissement de l'offre des fonds prêtables par les intermédiaires financiers.

Dans ce chapitre, nous procédons d'abord dans la première section à des rappels sur le concept de la répression financière avec ses caractéristiques, ses instruments et ses effets surtout sur la croissance économique; de cela on va passer dans une 2ème section pour décrire le passage de la répression financière à la libéralisation financière avec quelques réflexions de base de ce processus qui est un facteur fondamental dans la croissance économique. Enfin, dans la 3ème section on va mettre en lumière les conditions préalables pour la réussite de la politique de la libéralisation financière.

Section I : Le Concept De La Répression Financière

Plusieurs facteurs naturels ou sociaux politiques peuvent être à l'origine de l'évolution d'une économie réprimée comme les problèmes climatique, situation géographique enclavée qui éloigne certains pays de la concurrence mondiale; le manque de maturité financière des agents, aussi une suite à l'acquisition de l'indépendance.

Ces facteurs poussent certains pays à adopter une politique économique basée sur le contrôle de l'état. L'objectif de cette section est d'identifier de différentes définitions de répression financière selon plusieurs économistes, ses caractéristiques et ses instruments avec un exemple d'intervention réussi à la fin on va résulter les effets de ce processus sur la croissance économique.

1-Définition de la répression financière :

Introduit dans la théorie économique par McKinnon (1973) et Shaw (1973) et prolongé notamment par Fry (1982, 1988), le concept de répression financière fait référence, selon McKinnon (1993), à une économie dont l'activité est profondément lésée par des interventions strictes et stérilisantes du gouvernement sur les flux nationaux et internationaux de capitaux. Dans une telle économie, le problème de la disponibilité du crédit s'ajoute à celui de son allocation, en raison de coefficients élevés des réserves obligatoires imposés aux banques, de l'administration des intérêts sur les dépôts et les crédits. Complètement passif, le système bancaire ne tire sa raison d'être qu'en tant que principal instrument des gouvernements en matière de réalisation de programmes planifiés, fut-ce au prix de taux de crédit très faibles et de taux d'intérêt réels négatifs sur les dépôts dans un environnement où l'inflation est élevée et instable.

1.1. La répression financière selon McKinnon et Fry :

McKinnon (1989), donne une définition très large à la répression financière. Selon lui, la répression se définit par toute taxation du système financier et toute mesure de régulation provoquant une situation de déséquilibre des capitaux intérieurs.

La répression financière selon McKinnon prend deux formes: Le contrôle des taux d'intérêt et le système d'allocation directe de crédits.

La politique de contrôle des taux est appliquée aux taux sur les crédits et les dépôts. Les taux sont souvent plus faibles que le niveau du marché. L'État corrige souvent le différentiel entre les taux débiteurs et créditeurs en subventionnant les banques.

L'État peut aussi agir sur le système financier en taxant les intermédiaires financiers. La taxation peut être soit directe, en prélevant des taxes sur le revenu et/ou sur le bénéfice des banques ou indirectes en obligeant les banques à détenir un certain pourcentage de leurs dépôts sous forme de réserves obligatoires à la Banque Centrale¹.

Cette politique permet à l'État de s'assurer des ressources suffisantes pour ses besoins de financement.

Ces contraintes imposées au système financier (crédits à des taux bonifiés, facilités de caisse aux entreprises publiques) freinent la liberté de décision de crédits des banques et conduisent à une inefficacité du système.

Fry (1995b) met l'accent sur la distinction entre restriction et répression financière. Sur la base d'analyse des politiques économiques des pays en développement, il rappelle que ces pays ont plutôt utilisé des politiques de restriction.

Ces dernières se définissent par toute forme d'intervention de l'État sur le marché financier afin d'extraire des ressources de financement supplémentaires. Ces formes d'interventions prennent différentes formes, telles que la mise en place de taux élevés sur les réserves obligatoires ou d'autres mesures citées plus haut par McKinnon. La restriction financière ne se transforme en répression qu'en présence de taux d'inflation élevé. En effet, dans la plupart des pays en développement et lorsque l'emprunt intérieur est insuffisant, l'État complète le financement du déficit budgétaire par émission monétaire. Cette solution a pour résultat l'apparition des premiers signes d'inflation. Si le phénomène d'anticipation d'inflation se produit, les agents économiques vont changer leur portefeuille en actifs en devises afin de se prémunir contre l'inflation. Ce comportement réduit la demande de monnaie nationale et augmente l'inflation. La répression financière, selon Fry, est donc une conséquence involontaire des politiques restrictives additionnées à un fort taux d'inflation².

¹ McKinnon.R (1989) "When Governments Tax And Otherwise, Distort Their Domestic Capital Markets, The Economy Is Said To Be Financially Repressed"; OXFORD Review of Economic Policy, vol.5, N°4, P29.

² Fry, M.J (1997) "In Favor Of Financial Liberalization", The Economic Journal, Vol.107, N°442, P754.

1.2. La répression financière selon Stiglitz et Shaw:

Stiglitz (1981, 1994) ne partage pas l'idée de McKinnon et Fry. Il trouve qu'il existe des formes d'intervention de l'État qui améliorent à la fois la fonction des marchés et la performance de l'économie. Sous l'hypothèse d'information imparfaite, Stiglitz (1981, 1994) souligne qu'il existe des formes de répression qui peuvent aider à réduire les problèmes de hasard moral et de sélection adverse et améliorer par conséquent le développement financier. Cette amélioration se manifeste par l'accroissement de la qualité moyenne des crédits grâce à l'application de la politique des taux faibles et à la mise en place d'une politique directe de crédits qui vise les secteurs qui bénéficient d'un excédent de technologie élevée. La politique de répression financière peut être complétée par une politique commerciale qui vise l'encouragement des exportations afin d'accélérer la croissance¹.

Il faut noter cependant que Stiglitz penche plus vers des formes de répression qui visent le contrôle des crédits. L'interventionnisme de l'État selon lui est plus efficace par une politique de crédit rigoureuse plutôt que par l'administration des taux.

Comme le souligne Shaw (1973), *"les plafonnements effectifs à la baisse des taux créditeurs réels intensifient l'aversion pour le risque et la préférence pour la liquidité des intermédiaires. Les banques accordent une place privilégiée dans leur portefeuille aux emprunteurs à la réputation bien établie aux entreprises commerciales qui ont connu une longue période de stabilité. Il n'y a que peu d'incitation à l'exploration d'opportunités de prêts nouveaux et plus risqués."*².

La mise en place de taux nominaux administrés ou de réserves obligatoires et la poursuite de politiques monétaires trop laxistes génératrices d'inflation affecteraient négativement la croissance économique.

1.3. La répression financière selon les structuralistes :

Pour les structuralistes, la répression financière se manifeste par l'apparition et le développement des marchés financiers informels. Les restrictions sur le marché financier formel poussent les agents à faire appel aux prêts dans le marché informel comme une alternative aux dépôts bancaires. La liberté de circulation des capitaux dans ces marchés et le

¹ Stiglitz. J .E et Jaramillo-Vallejo.J et park y.c.(1993); "the Role Of The State In Financial Markets"; World Banque Research Observer, Annual On Development Economics Supplement,p10

² Shaw.E.S (1973); » Financial Deepening In Economic Development », new-York, Oxford University press, P56.

manque de contrôle étatique encouragent leur développement. Les structuralistes supposent donc que compte tenu de la liberté d'action très limitée des banques, dans une économie financièrement réprimée, les marchés financiers informels sont appelés à se développer¹.

La répression financière comprend l'ensemble des mesures que peuvent initier les autorités politiques et monétaires afin de financer les déficits publics et de diminuer l'endettement d'États.

2- Les caractéristiques et les instruments de la répression financière :

2-1- Les caractéristiques de la répression financière

Dans de nombreux pays en développement, il n'existe que peu ou pas de marché financier d'actifs public ou privé ; en conséquence le secteur bancaire est amené à jouer un rôle considérable dans le processus d'allocation des ressources.

Les gouvernements considèrent les banques très souvent comme un secteur stratégique donc l'état cherche à exercer un contrôle direct ou indirect sur lui. Ces contrôles prennent des formes diverses et variées : depuis la nationalisation pure et simple du secteur jusqu'à la mise en place de procédures telle que la fixation des taux d'intérêt; ce qui fait l'état suit une politique de répression financière. Ce dernier présente plusieurs avantages pour l'état: d'une part, elle permet aux autorités d'avoir un meilleur contrôle sur la politique monétaire, d'autre part, elle permet de financer leurs besoins (déficits budgétaires, la dette extérieure...). Les éléments suivants caractérisent la répression financière :

- l'État devient propriétaire ou contrôle les banques domestiques et les institutions financières tout en mettant d'importantes barrières à l'entrée pour éviter l'arrivée de nouveaux instituts financiers.
- La création ou le maintien d'un marché domestique captif pour financer la dette gouvernementale qui est obtenue en forçant les banques domestiques à détenir la dette étatique par la régulation en matière de réserves obligatoires ou de capital et en pénalisant les autres options de placement des établissements financiers.
- Des restrictions sur le transfert d'actifs à l'étranger et éventuellement l'instauration de contrôle des capitaux².

¹ McKinnon. R. (1989), op cite; p35.

² Jean_ Jacques Rosa et Michel Dielsch; «La Répression Financière»; Bonnel édition, Paris 1981; P24.

Le but de ces mesures est de permettre aux gouvernements d'emprunter à des taux d'intérêt nettement inférieurs aux conditions de marché vu leur situation de surendettement. Un bas taux d'intérêt permet de financer avantageusement le service de la dette, ce qui améliore le déficit public. Les taux d'intérêt négatifs en termes réels (ajustés de l'inflation) entraînent une diminution de la valeur nominale des dettes publiques en circulation. La répression financière est davantage efficace dans un contexte inflationniste. Dans ce cas, on parle d'inflation, car elle permet une diminution du ratio dette sur PIB.

L'inflation agit comme une taxe déguisée qui est plus facile à faire passer que des coupes budgétaires ou des hausses de prélèvements. Le système bancaire et la banque centrale sont les principaux vecteurs utilisés pour mettre en place la répression financière¹. La situation de la répression financière est caractérisée par les éléments suivants du point de vue du système financier :

- Les banques affichent une baisse de l'épargne financière en termes réels suite à l'inflation réduisant ainsi les crédits disponibles. Parallèlement, la demande de crédits augmente suite des taux d'intérêt négatifs. Le problème de manque de crédits incite les autorités à proposer de nouvelles règles de gestions financières telles que le rationnement et/ou la politique sélective de crédit.
- Un plafonnement des taux d'intérêt nominaux qui peuvent entraîner des taux réels négatifs sur les crédits et les dépôts.
- Un contrôle quantitatif et une allocation sélective du crédit vers les secteurs de production, les régions où les activités considérées par le gouvernement comme prioritaires (souvent à des taux d'intérêt préférentiels).
- l'imposition d'une taxe élevée sur le secteur bancaire par le biais d'une détermination exagérée des taux des réserves obligatoires.
- l'obligation faite par les pouvoirs publics aux entreprises financières d'acheter des titres financiers à faible rendement.
- Un contrôle direct par l'État d'une partie du système bancaire avec des décisions de prêts guidées par des facteurs politiques plus tôt que par des considérations d'efficacité.
- Une allocation forcée des actifs ou des prêts aux secteurs publics par les banques privées commerciales.

¹Reland Duss; « La Répression Financière » impact sur les actifs financiers ; Analyse Economique; juin 2012, P2.

Le régime de répression financière peut avoir des conséquences graves sur la qualité et la quantité de l'accumulation du capital physique, résultant :

- D'un flux limité et onéreux de fonds prêtables de la part du système bancaire, ce qui pousse les agents de l'économie à recourir principalement à l'autofinancement pour réaliser leurs projets d'investissement ;
- De taux d'intérêt variables sur les crédits, privilégiant certaines classes d'emprunteurs au détriment d'autres classes;
- D'une difficile accumulation d'actifs monétaires liquides en raison des taux d'intérêt réels négatifs sur les dépôts, ce qui réduit le potentiel d'autofinancement et limite par conséquent les mises en œuvre discrètes de projets d'investissement ;
- D'une instabilité monétaire de l'économie domestique, découlant de liquidité des firmes et du niveau élevé d'inflation, qui durcit les conditions d'accès aux marchés des capitaux étrangers d'une part, et n'attire pas les capitaux étrangers, d'autre part¹.

Cette répression financière, selon McKinnon et Shaw et leurs héritiers visent donc à montrer que la fixation des taux d'intérêt au-dessous de leur niveau d'équilibre réduit l'épargne (baisse de dépôt bancaire) au profit de la consommation courante, comme elle fixe l'investissement au-dessous de son niveau optimal et détériore la qualité de l'investissement réalisé dans la mesure où les banques sont forcées par le gouvernement de financer des projets à faible rendement².

Comme le soulignent Dornbush et Reynoso (1989) qu'une économie financièrement réprimée se caractériserait par le fait que « les canaux d'épargne sont souvent sous-développés et où le rendement de l'épargne est négatif et instable ; les intermédiaires financiers qui collectent l'épargne n'assurent pas une allocation optimale de celle-ci grâce à des moyens compétitifs ; les entreprises sont découragées à investir parce que de mauvaises politiques financières réduisent le rendement³ ».

¹ Nacer Bernou et Marceline Grondin; "Réconciliation Entre Libéralisation Financière Et Croissance Économique Dans Un Système Fondé Sur La Banque"; Working Paper, N°12, 2001, P4.

² Ayadi O .F.Adegbite E .O. ET AYADI F.S (2008) "Structural Adjustment, Financial Sector Development And Economic Prosperity In Nigeria"; International Research Journal Of Finance And Economic, issue 15.

³ Dornbush R. et Reynoso A. "Financial Factors in Economic Development"; American Review, vol.79, N°2,p204.

Tableau1-1: les différents critères de « la répression financière ».

Système financier domestique	Marché Bourcier	Compte Capital
Les taux d'intérêt créditeurs et débiteurs : Contrôle des taux d'intérêt créditeurs et débiteurs.	Acquisition des capitaux par les investisseurs étrangers : La détention de capitaux domestique et interdite pour les investisseurs étrangers.	Financement externe : Les banques et les sociétés ne peuvent pas recouvrer au financement extérieur; des restrictions lourdes sont imposées pour quelques secteurs spécifiques.
Autres indicateurs : L'encadrement du crédit est effectué selon le degré de solvabilité de l'entreprise (Subvention pour certains secteurs prioritaires) Les dépôts de devises : Ne sont pas autorisés	Rapatriement de capital dividendes et intérêts : Le capital les dividendes et les intérêts peuvent être rapatriés à partir de la cinquième année de l'investissement	Taux de change et autres restrictions : Des taux de change spécifiques sont imposés pour les transactions portant sur les comptes courants et le compte capital. Quelques restrictions sont imposées aux sorties de capitaux.

Source : Benmarzouka T. (2008) « cours d'économie internationale », Institut de Financement du développement du Maghreb Arabe, 26^{ème} promotion p45.

2-2 Exemple d'intervention réussie :

Les états sont donc fréquemment intervenus dans l'affectation des capitaux dans le cadre des politiques industrielles. Ces interventions se retrouvent à vrai dire dans presque tous les exemples modernes d'industrialisation.

L'orientation des crédits et la bonification des taux ont été des instruments importants d'industrialisation de certains pays d'Asie et l'Est. Ainsi au Japon, la soumission des flux financiers à la politique économique a été un instrument important, exercé par l'intermédiaire de la banque japonaise de développement, pour inciter le secteur privé à atteindre certains objectifs de la politique économique.

En Corée du Sud, l'intervention de l'état n'était pas nécessaire seulement pour orienter le crédit, mais pour soutenir la production pendant un processus d'apprentissage qui se révélait beaucoup plus complexe que la simple protection des industries naissantes, les bonifications des crédits déterminaient l'existence même de secteur entier, plutôt que le niveau de profit. Aussi cette intervention de l'état dans le système financier s'assimile-t-elle à un variable marché intérieur des capitaux et de ce fait elle pourrait avoir induit une répartition du crédit plus efficace qu'un système financier libéral.

Beaucoup de pays ont malheureusement moins bien réussi à orienter le crédit. C'est l'aptitude à sélectionner les gagnants qui explique en partie la différence entre réussite et échec.

La réussite ou l'échec dépend à cet égard de capacité des pouvoirs publics :

- À empêcher que le financement interventionniste ne dégénère en financement inflationniste : la stabilité macroéconomique semble avoir plus contribué à la croissance que la libéralisation financière.
- À imposer une obligation de résultat en échange de concours (subventions) financier.
- À mettre au point des indicateurs de performance bien définie sur les résultats de l'exportation.
- À obtenir un consensus social sur la finalité et les modalités de l'intervention de l'État. Selon un rapport récent, cet élément a été particulièrement important dans la réussite de la méthode japonaise de financement.

On y est parvenu grâce à une large participation du secteur privé au processus d'élaboration de la politique fondé sur le système de coopération entre secteur public et secteur privé, regroupant dirigeant industriel et fonctionnaires de l'administration¹.

3- les instruments de la répression financière :

Les principaux instruments de contrôle de crédit utilisés dans une économie réprimée se présentent sous trois formes :

- La politique des réserves obligatoires qui consiste à contrôler indirectement les Crédits par le contrôle de la liquidité bancaire.
- La politique d'escompte établie par la Banque centrale pour les titres émanant de Secteurs dits prioritaires.
- L'administration des taux d'intérêt.

3.1 La politique des réserves obligatoires :

D'un point de vue technique, la politique des réserves obligatoires, dont l'objectif consiste à moduler le besoin de refinancement des banques, réside dans l'obligation de ces dernières de déposer une partie de leurs dépôts en compte courant à la Banque Centrale. Le canal de transmission de la réserve obligatoire dans un système financier endetté tel que le système des

¹ Yilmaz A. (1994), « Libéralisation Financière: Mythes et Réalités », Revue Tiers-Monde, Vol35, N°139, p528.

pays en développement passe par le contrôle du taux de la réserve. Celui-ci peut être nul ou fixé à un taux élevé lorsque la croissance de la liquidité de l'économie nécessite le gel d'une partie de celle des banques. La modulation du taux de la réserve peut aussi être fonction des éléments qui constituent la liquidité des banques. Les dépôts à vue peuvent par exemple être frappés par un taux différent de celui des dépôts à terme. Cette imposition discriminatoire se justifie par le fait que la constitution des dépôts à vue n'est pas aussi onéreuse que celle des dépôts à terme qui nécessitent le versement d'une rémunération de la part des banques à leurs clients. Les dépôts à vue ne coûtent en général que les frais de gestion à la banque¹.

La réserve obligatoire n'est pas considérée comme un instrument de la répression en tant que telle. Cet instrument est souvent utilisé dans les pays industrialisés lorsque les autorités décident d'agir sur la demande de monnaie centrale.

La variation du taux de la réserve permet ainsi de réduire ou de développer la capacité de distribution de crédit du système bancaire. Mais lorsque la réserve est non rémunérée, elle constitue un coût sur le système d'exploitation des banques qui ne peuvent plus faire face demande de crédit. Cette situation se retrouve souvent dans les pays en développement où l'État utilise les réserves comme une alternative au seignuriage².

L'analyse de la situation des réserves en Algérie est dans ce cas très révélatrice. En effet, dans un système financier réprimé, le ratio des réserves obligatoires est généralement plus élevé que la monnaie détenue par le public.

Le tableau 2 ci-dessous montre les réserves obligatoires mesurées en pourcentage des dépôts

Tableau1-2: Réserve obligatoire en pourcentage des dépôts (1970-1989).

Pays	1970 - 1974	1975 - 1979	1980 – 1984	1985 – 1989
Algérie	2.19	3.73	1.43	1.94
États-Unis	4.69	3.54	2.43	2.22

Source: établie par l'étudiante à partir des données de la banque mondiale.

¹ Nouriel Roubini and Xavier Sala-i-Martin (1992b), "A Growth Model Of Inflation, Tax Evasion, And Financial Repression"; NBER Working Papers Series, N° 4062, National Bureau of Economic Research, May 1992.

<http://www.nber.org/papers/w4062.pdf>

² A-Yilmaz, Op cite; p280.

En Algérie, la réserve obligatoire ne semble pas constituer un élément important de la politique de répression. Le taux de la réserve est en effet, comparable à celui des pays industrialisés.

3.2 La technique de réescompte :

Contrairement à la politique des réserves obligatoires qui limite la liquidité bancaire, la politique du réescompte permet aux autorités monétaires d'alléger les besoins des banques en monnaie centrale. Cette technique consiste pour la Banque Centrale à acheter les effets qui lui sont présentés par les banques commerciales moyennant un taux qu'elle fixe unilatéralement. L'application de cette politique exerce deux effets. Un effet quantité qui engendre la croissance de la masse monétaire suite à la création de monnaies par la Banque Centrale au profit des autres banques et un effet prix dans la mesure où ce taux peut constituer un taux directeur pour les autres taux bancaires.

L'application de cette politique par les États n'était pas utilisée seulement dans un but de régulation de la liquidité bancaire, car la fixation des taux de réescompte ne tenait pas compte du besoin réel de refinancement des banques. L'objectif de cette politique était en effet de pousser indirectement les banques à favoriser le financement des projets qui bénéficiaient d'encouragements étatiques.

La lecture du tableau 3 relatif aux taux de réescompte en Algérie dont les données ont été disponibles permet de connaître les secteurs qui ont bénéficié de taux préférentiels avant la période de réformes.

Tableau 1-3: taux de réescompte en Algérie (1970-1989).

Algérie	1970	1975	1980	1985	1986	1987	1988	1989
Sur opération agricole	3	3	3	3	2.5	2.5	2.5	2.5
Sur opération à l'export	3	3	3	3	5	5	5	5
autres	2.75	2.75	2.75	3.3	4.5	5	6.16	6.16

Source: la banque d'Algérie.

Les projets agricoles semblent attirer toute l'attention de la politique de développement en Algérie. Les taux qui leur sont appliqués sont en moyenne les plus faibles. Viennent par la suite les projets industriels notamment ceux liés aux exportations et à la promotion de la petite et moyenne entreprise. En plus de leur hiérarchisation, les taux de réescompte se caractérisaient par leur rigidité qui ne tenait pas compte des variations conjoncturelles notamment celles des prix. Cette rigidité est bien apparente dans le cas de l'Algérie où les taux sont restés fixes sur toute une décennie. Mais cette relative souplesse ne s'appliquait pas à tous les taux. Les autres taux bancaires étaient plus rigides. Cette rigidité apparaissait à travers la politique d'administration des taux qui était appliquée dans toute la région.

3.3 L'administration des taux :

L'administration des taux est l'une des principales caractéristiques du système financier réprimé. C'est l'instrument de répression le plus utilisé. En effet, la fixation des taux débiteurs et créditeurs se faisait par de simples décisions unilatérales de la Banque Centrale sans tenir compte des coûts financiers que peuvent subir les banques.

Ces dernières étant dans leur majorité des banques étatiques se trouvaient dans l'obligation de respecter et d'exécuter les orientations des politiques économiques du gouvernement central. Le différentiel des taux, lorsqu'il existait, était subventionné par l'État. Les subventions prenaient souvent la forme d'offre de taux d'escompte préférentiels par la Banque Central.

Tableau1-4: taux annuels nominaux sur les crédits

Années	1970	1972	1976	1980	1982	1984	1986	1988	1989
Algérie	6.76	6.75	6.75	6.76	6.76	6	6.37	7.5	7.5

Source : la banque d'Algérie.

Les taux d'intérêt nominaux sont fixés à un niveau très bas; ces taux restaient fixes sur une longue période et lorsque l'état décidait de les élever, il prenait sa décision sans consulter les banques.

Les taux débiteurs appliqués aux crédits étaient ainsi plus élevés si le bénéficiaire du crédit était un agent privé.

4- Les effets de la répression financière

Tout d'abord, il faut indiquer que les désavantages de la politique de répression financière justifient la tentation d'appliquer la politique de libéralisation financière.

Dans une économie financièrement réprimée, les intermédiaires financiers qui collectent l'épargne n'assurent pas une allocation optimale des ressources et les politiques financières découragent l'investissement par les entreprises.

On peut résumer les effets de la répression financière en abordant chaque point à part.

4.1. La fixation du taux d'intérêt

Pour McKinnon et Shaw (1973), l'hypothèse de départ est que la monnaie et le capital sont complémentaires. Ils nient le rôle du secteur informel dans le financement de l'économie. Pour eux, seules les banques jouent un rôle essentiel dans le financement de l'investissement. Les banques ont deux fonctions :

- 1- Créatrices de monnaie.
- 2- Source unique de financement.

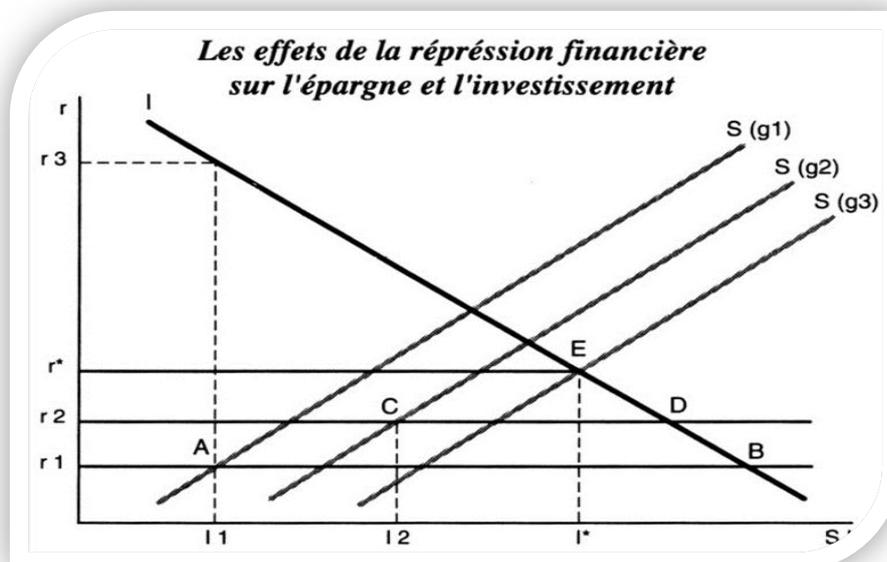
La fixation des taux d'intérêt en dessous de leur niveau d'équilibre engendre un faible niveau d'investissement via la baisse des dépôts bancaires. Cette décision affecte la qualité de l'investissement, car les banques, qui rémunèrent leurs dépôts à des taux bas et les prêtent à des taux créditeurs peu élevés, intensifient l'aversion pour le risque et la préférence pour des projets liquides à la place de projets plus risqués, mais plus rentables.

L'investissement au-dessous de leur niveau optimal détériore la qualité de l'investissement réalisé dans la mesure où les banques sont forcées par le gouvernement de financer des projets à faibles rendements (secteurs prioritaires...).

La figure ci-dessous explique la répression financière exercée par un pays sur l'investissement et l'épargne¹.

¹ Venet B, " Libéralisation Financière et Développement Economique: Une Revue Critique de Littérature"; Revue D'Économie Financière, Paris 1994, Vol.29, N°2, P89.

Figure 1-1 : les effets d'un accroissement du taux d'intérêt réel sur l'épargne et l'investissement.



Source: Venet Baptiste (2000), op cite, p108.

On suppose que l'investissement (I) est une fonction décroissante du taux d'intérêt réel (r) et que l'épargne (s) est une fonction croissante du taux de croissance du revenu national (g) et du taux d'intérêt (r).

Chaque fonction d'épargne est présentée et en fonction de certain taux de croissance de l'économie (g) ; ici on suppose que : $g_1 < g_2 < g_3$

Les taux d'intérêt r_1 et r_2 correspondent à deux situations d'administration des taux d'intérêt à la baisse telles que : $r_1 < r_2 < r^*$

Avec r^* : taux d'intérêt réel d'équilibre tel que $I^* = S^*$.

On suppose que le taux de croissance initial de l'économie est g_1 . Pour r_1 (taux d'intérêt réel servi sur les dépôts bancaires), l'épargne est égale à I_1 . Si les banques pouvaient fixer leur taux créditeur au niveau désiré, alors celui-ci fixerait en r_3 (pour l'investissement I_1) et la marge ainsi dégagée ($r_3 - r_1$) par le secteur bancaire régulé, mais concurrentiel, pourrait servir à financer des actions de concurrence non prix (publicité, prestation de nouveaux services...).

Cependant, l'administration à la baisse des taux s'applique aussi bien aux dépôts du public qu'aux prêts consentis par les banques (il s'agit, pour le gouvernement d'encourager l'investissement dans certains secteurs prioritaires en réduisant le coût de l'emprunt). Le taux r_1 est donc le taux sur les dépôts aussi bien que le taux des emprunts du public auprès des banques. Pour ce taux, l'épargne se fixe I_1 , ce qui permet un investissement de I_1 . Une partie de la demande de l'investissement ne peut être satisfaite (segment AB). En d'autres termes, le crédit est rationné et une partie des entrepreneurs ne pourront financer leur investissement qui pourrait se révéler profitable. Bien plus, on peut raisonnablement supposer que les projets financés auront un taux de rendement juste supérieur aux taux d'intérêt réels r_1 .

En effet, l'existence d'un rationnement de crédit peut conduire les banques à adopter un comportement de prudence excessif, c'est-à-dire à préférer financer les projets les moins risqués, donc peu rentable. Ce comportement peut s'expliquer par l'incapacité légale du secteur bancaire à percevoir une prime de risque nécessaire au financement des projets les plus risqués. Ainsi dans cette fraction de la demande d'investissement non satisfaite (AB), on peut trouver un certain nombre de projets plus risqués, mais à forte rentabilité. Ces projets peuvent ne pas voir le jour, faute de financement.

Le passage de r_1 à r_2 illustre le desserrement de la contrainte étatique sur le secteur bancaire. En effet, r_2 correspond toujours à une situation d'administration des taux, mais, le taux étant fixé plus haut, la fraction de la demande insatisfaite devient $(CD) < (AB)$.

La demande insatisfaite ne disparaît qu'à la condition que r se fixe alors en g_3 .

4-2 La hausse des taux d'inflation et le déficit budgétaire:

Giovannini et De Melo (1993) expliquent que la pratique des taux d'intérêt bas, appliqués dans le cadre de la politique de répression financière, permet au gouvernement de financer son déficit à moindre coût. Ils expliquent par les deux raisons ci-dessous pourquoi les PVD, qui souffrent d'un système fiscal faible, ont mis en place une politique de répression financière, préférant financer leurs dépenses par l'emprunt auprès du système bancaire à des taux peu élevés¹:

¹ Giovannini A et De Melo M (1993), "Government Revenue From Financial Repression"; American Economic Review, vol.83, N° 4, P953.

- 1- L'État doit supporter un coût excessif pour collecter les impôts (salaires des fonctionnaires, contrôle des contribuables, traitement des informations, etc).
- 2- La répression financière impliquant un coût implicite sur le capital qui peut satisfaire, pour des raisons politiques, les salariés au détriment des capitalistes.

Dornbush et Reynoso (1989), un système financier réprimé spécifiquement si le taux d'inflation est fort et instable se caractérise par le sous-développement ou le rendement instable de l'épargne.

D'un autre côté, Roubini et Sala-i-Martin (1992) mettent l'accent sur l'inflation qui constitue pour les détenteurs de la monnaie, ce qui justifie la répression financière¹.

De Gregorio (1993), pour sa part montre que l'inflation liée au problème de finance public réduit l'incitation à investir et par conséquent la croissance économique à long terme².

4-3 L'orientation des crédits et la constitution de réserves obligatoires trop élevées engendrent l'inefficacité:

La mise en œuvre d'un système de réserves obligatoires oblige les banques à détenir au moins 10% ou 20% de leurs dépôts sous forme de réserves ou à placer une partie de leurs bénéfices dans un fond de réserves, ou encore à orienter les crédits vers un secteur précis, en décidant, par exemple, que l'agriculture devrait recevoir au minimum 20% ou 30% des prêts. Ces politiques empêchent les banques de détenir certains actifs en limitant la place que peut occuper un actif particulier dans leurs portefeuilles. Elles diminuent la capacité de la banque à réduire le risque de son portefeuille, par la diversification notamment. Il faut souligner que les banques dans les PVD étaient obligées de déposer auprès des banques centrales un pourcentage variant entre 15% et 25% de leurs dépôts comme réserves monétaires obligatoires.

Selon King et Levine (1993c) précisent que la politique de répression financière réduit les services proposés par le système financier aux épargnants, entrepreneurs et producteurs³. De ce fait cette politique affecte négativement à la fois la sphère financière (elle entrave

¹Turunç G, « Développement du Secteur Financier et La Croissance Economique: Le Cas Des Pays Emergents sur la période 1990- 1995 »; Revue Région et Développement, N°10-1999, p105.

² De Gregorio J. (1993) "Inflation Taxation and Log-Run Growth", Journal of Monetary Economic; Vol.31, N°3, P293.

³ King.R et Levine R. (1993), » Finance, Entrepreneurship, And Growth, Theory And Evidence », Journal Of Monetary Economic, Vol.32, N°3, P 51.

l'innovation financière) et surtout la sphère réelle (elle affaiblit la croissance économique). Par ailleurs, parmi les auteurs les plus critiques à l'égard de la répression financière) on peut citer en particulier M J Fry qui vient confirmer l'effet néfaste de la politique de répression financière sur la relance de l'activité économique ; selon Fry (1997), le bas niveau des taux d'intérêt affecte l'économie en quatre sens :

- 1- Il agit favorablement sur la consommation présente et affecte négativement l'épargne.
- 2- Il encourage les agents à capacité de financement à détenir des actifs réels et les dissuades de déposer leurs fonds auprès des banques ou d'acheter des actifs financiers.
- 3- Il pousse les investisseurs à s'endetter auprès du secteur bancaire et à privilégier les projets à forte intensité capitalistique étant donné les coûts très faibles de l'endettement.
- 4- Il pousse les banques à ne financer que les projets les moins risqués et donc les moins rentables¹.

Si l'Etat fixe arbitrairement les taux d'intérêt réels (via la fixation des taux d'intérêt nominaux servis et/ou demandés par les banques) au-dessous de leurs valeurs d'équilibre de marché, il réduit la croissance économique dans la mesure où :

- cela réduit la quantité de fonds disponibles pour l'investissement via la baisse des dépôts bancaires.
- Cela affecte la quantité de l'investissement via la modification de comportement des intermédiaires financiers. Comme le souligne Shaw, « les plafonnements effectifs à la baisse des taux créditeurs réels intensifient l'aversion pour le risque et la préférence pour la liquidité des intermédiaires.

McKinnon et Shaw (1973) ont confirmé que la répression financière qui a été exercée dans les années 50 et 60, par la plupart des pays en voie de développement (PVD), était un obstacle au développement du secteur réel pour ces deux économistes, la répression financière est l'intervention de l'État dans la sphère financière qui se caractérise par le plafonnement des taux d'intérêt en dessous de leur niveau d'équilibre, la constitution de réserves obligatoires

¹ Fry M.J. (1997), « In Favor Of Financial Liberalization, The Economic Journal, Vol.107, N°442, May, p755

élevées et l'orientation des crédits. L'interventionnisme permet à l'État de financer son déficit budgétaire à faible coût.

En revanche, cette politique a des conséquences négatives. En d'autres termes, la fixation du taux d'intérêt réel à un niveau bas affecte :

1. L'épargne en favorisant la consommation.
2. La qualité et la quantité d'investissement.
3. Le niveau de dépôt et par la suite l'offre de crédit.

De plus selon McKinnon, la répression financière conduit à un rationnement de crédit puisque les fonds prêtables sont orientés vers des secteurs bien déterminés. Dans ce cadre, l'aversion pour le risque des banques augmente de ce fait que ces dernières vont choisir les emprunteurs non risqués.

En outre, selon Fry (1988) l'attribution des prêts se fait non pas en fonction de la productivité anticipée du projet, mais plutôt en fonction du nom de l'emprunteur, sa position politique et ses liens avec la banque.

King et Levine (1993) avancent que « la répression financière réduit les services fournis par le système financier aux épargnants, entrepreneurs et producteurs: elle étouffe de ce fait l'activité novatrice et ralentit la croissance économique »¹. À partir de cette citation, ces deux auteurs critiquent cette politique en montrant que ce dernier affecte l'innovation et la croissance économique.

L'administration des taux d'intérêt au-dessous du niveau du marché ainsi que le contrôle direct de l'intermédiation financière a constitué une entrave au développement du système financier.

En raison de ces conséquences négatives de la répression financière sur la croissance économique, McKinnon et Shaw affirment qu'une libéralisation financière doit être adoptée.

¹ King R. G et Levine .R (1993), Op Cite; p520.

Section II : de la répression financière à la libéralisation financière

Dans leur thèse, McKinnon et Shaw (1973) ont sévèrement critiqué la situation de répression financière vu les multiples effets négatifs engendrés par cette politique et prennent la libéralisation financière comme solution de remplacement pour les pays en développement afin que ces derniers puissent réaliser une croissance économique durable. Selon eux, la libéralisation financière peut stimuler l'accumulation de l'épargne et donc permettre l'augmentation de l'investissement et de la croissance économique. Autrement dit La mise en place de telle politique permet d'abandonner le régime de la répression financière jugé néfaste.

1-Définition de la libéralisation financière : Aspects fondamentaux:

De façon général, la libéralisation financière est l'action de rendre l'économie plus libérale, plus conforme à la doctrine du libéralisme économique selon laquelle l'état ne doit pas, par son intervention gêner le libre jeu de la concurrence.

Il existe plusieurs définitions de la politique de libéralisation financière, parmi lesquelles on citera les définitions suivantes :

Selon R. McKinnon et E. Shaw (1973)¹: « La libéralisation financière est la solution idéale pour sortir du régime de répression financière et le moyen simple et efficace pour accélérer le rythme de la croissance économique dans les pays en voie de développement. »

D'après Amable, Chatelain et De Bandt (1997)²: « C'est la politique qui conduit à l'accroissement de l'épargne et à l'utilisation optimale des ressources financières disponibles pour l'investissement. »

Selon Murat Ucer (2000)³ : « C'est un processus qui comporte un ensemble de procédures qui s'appliquent à la suppression des restrictions imposées sur le secteur financier et bancaire des pays en voie de développement, tels que ; la libéralisation des taux d'intérêt bancaires et la suppression des restrictions imposées aux opérations liées au compte de capital. L'objectif de ce processus est de réformer le secteur financier interne et externe de l'État. »

¹R. Mc Kinnon, « Money and Capital in Economic Development »; Washington: Brookings Institution, 1973.
- E.Shaw, « Financial Deepening in Economic Development »; New York: Oxford University Press, 1973.

²A.Chatelain et De Bandt, « Confiance dans Le Système Bancaire et Croissance Economique », Revue Economique, N° 48, 1997, P 397.

³ Murat Ucer, « Notes on Financial Liberalization », Proceedings of the Seminar: « Macroeconomic Management: New Methods and Current Policy Issues », Held in Turkey, 2000, P 1.

À partir de ces définitions on a constaté de différentes formes du processus de libéralisation financière qui sont les suivantes :

- le principal processus est la libéralisation des taux d'intérêt en laissant ce dernier se déterminer selon l'offre et la demande.
- Abandonner la politique sélective de crédit.
- Assurer une liberté d'entrée et sortie des capitaux avec la suppression des contraintes appliquées sur le compte de capital et le compte courant
- garantir une forte structure judiciaire et financière.

La libéralisation financière signifie l'abolition de toutes formes de répression financière imposées au système financier, mais cela ne veut pas dire, pour autant l'absence totale de l'État dans l'économie; il faut qu'il exerce son contrôle sur les activités économiques et financières avec une supervision des banques; Saoussen Ben Gamra souligne que « la libéralisation financière ne signifie pas l'absence de règles, bien au contraire, elle appelle à un accroissement de la supervision vu l'augmentation des risques potentiels »¹.

La politique de la libéralisation financière était l'espoir des pays en voie de développement d'apporter à leurs économies des avantages importants sur le niveau microéconomique et le niveau macroéconomique.

2- les objectifs de la libéralisation financière :

On peut résumer les objectifs de la libéralisation financière dans les points suivants :

- Une allocation optimale de l'épargne, ce qui permet de financer l'économie à travers l'augmentation des taux d'investissement.
- La possibilité d'atteindre des taux d'intérêt permettant d'équilibrer l'offre et la demande des fonds prêtables.
- La création d'une relation entre les marchés financiers locaux et étrangers pour attirer les fonds nécessaires au financement de l'investissement.

¹Ben Gamra S. et Clévenot M. (2006) « Libéralisation Financière et Crises Bancaires dans Les Pays Emergents: La Prégnance du Rôle Des Institutions », CEPN CNRS Working Paper, Université de Paris 13, N° 8, P4.

L'objectif principal de cette politique est l'augmentation des taux d'intérêt réels et l'égalisation des taux d'intérêt créditeur et débiteur par le biais d'une concurrence accrue.

Le tableau 5 montre les différentes mesures prises et les objectifs de la libéralisation financière concernant le système financier interne et externe.

Tableau1-5: les objectifs de la libéralisation financière.

	Les mesures	Les objectifs
Système financier Domestique	<ul style="list-style-type: none"> - abolition du contrôle des taux d'intérêt - abandon de l'encadrement du crédit - développement de nouveaux produits de financement. - suppression des réserves obligatoires. 	<ul style="list-style-type: none"> - meilleur accès au crédit. - plus grande efficacité de l'allocation des fonds. - mobilisation et utilisation plus efficace de l'épargne. - meilleure réponse de la demande. - encouragement des innovations. - adaptation du système domestique à la concurrence internationale.
Système financier étranger (relation avec l'international)	<ul style="list-style-type: none"> - Abolition du contrôle de change. - ouverture du compte capital. - liberté d'établissement d'institutions financières étrangères (banque, société d'investissement...) 	<ul style="list-style-type: none"> - création d'un marché efficace pour les titres privés et publics. - drainage de l'épargne étrangère.

Source: Benmarzouka Tahar; (2008); op cite, p 47.

3-Les formes de la libéralisation financière.

Il existe deux formes de la libéralisation financière libéralisation financière interne et libéralisation externe. Quand le pays considéré veut l'application de ce processus il est préférable de commencer d'abord par une libéralisation interne puis la libéralisation des activités ayant une relation avec l'extérieur (libéralisation externe).

3-1 La libéralisation financière interne :

La libéralisation financière interne se traduit par les éléments suivants :

- La libéralisation des taux d'intérêt bancaire (débiteur et créditeur) c'est-à-dire l'abolition du système de détermination administratif, une plus importante donnée aux banques dans la détermination des taux d'intérêt.

- L'abolition des politiques d'encadrement de crédits bancaires préférentiels a certains secteurs économiques jugés prioritaire.
- L'allègement de la fiscalité sur les activités financières.
- La libéralisation des conditions d'exercice des activités financières afin de stimuler la concurrence, ouverture du marché aux institutions bancaires et non bancaires, élargissant, par la sphère financière¹.

3-2 La libéralisation financière externe :

Cela concerne la libéralisation des activités financières ayant une relation avec l'extérieur, ce qui peut être résumé par les éléments suivants :

- L'abolition de contraintes imposées sur les transactions du compte de capital et sur les comptes financiers de la balance des paiements.
- L'assouplissement de la réglementation des changes, voir même son élimination pour les transactions courante et / ou en capital.
- L'élimination des contraintes imposées sur l'investissement direct, ce qui donne aux institutions privées des facilités leur permettant de pénétrer le marché local.

Ben Gamra et Clévenot (2005/2008) ont démontré dans leurs études que quel que soit les procédures et démarches appliquées à la politique de libéralisation financière, elle comprend trois principaux aspects définis par l'équation suivante: ²

$$\text{Libéralisation Financière} = 1/3 \text{ LSBI} + 1/3 \text{ LMF} + 1/3 \text{ LCC}$$

La libéralisation du secteur financier interne (LSFI) : Comprend trois éléments essentiels :

La libéralisation des taux d'intérêt qui englobe l'élimination du contrôle, de la fixation et du plafonnement des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs. La libéralisation des crédits qui représente l'élimination du contrôle, de l'orientation vers les secteurs prioritaires, du plafonnement des crédits pour d'autres secteurs et la réduction ou la suppression des réserves obligatoires. La libéralisation de la concurrence bancaire qui correspond :

¹ Ben Gamra S. et Clévenot M, Op Cite; p10.

² Ben Gamra S. et Clévenot M, Ibid; P14.

- À la suppression des limites à l'installation et à la participation des banques domestiques et étrangères ainsi que des restrictions liées à la spécialisation des banques;
- À l'établissement des banques universelles.

La libéralisation des marchés financiers (LMF) : Signifie :

- ✓ La suppression des restrictions de la détention par les investisseurs étrangers de titres des compagnies domestiques cotées sur le marché des titres ;
- ✓ L'élimination des contraintes au rapatriement du capital et au versement des dividendes, des intérêts et des bénéfices.

L'ouverture du compte de capital (LCC) : Représente :

- ✓ La suppression des obstacles qui empêchent les banques et les autres institutions financières d'effectuer des emprunts à l'étranger ;
- ✓ L'élimination du contrôle exercé sur le taux de change appliqué aux transactions relatives au compte courant et au compte capital ;
- ✓ La libéralisation des flux de capitaux.

Les experts du Fonds monétaire international soulignent à cet égard à des questions importantes¹ :

- ✓ Il est préférable de commencer par la libéralisation des flux de capitaux à long terme avant les flux à court terme et, la libéralisation des investissements directs étrangers avant la libéralisation des investissements de portefeuilles ou indirecte;
- ✓ La libéralisation totale des transactions et des transferts de capitaux ne signifie pas de renoncer à toutes les règles et réglementations applicables aux opérations en devises, mais il serait nécessaire de renforcer les règles prudentielles et réglementaires relatives aux transferts de devises effectués par des non-résidents, dividendes, des intérêts et des bénéfices.

¹ Ben Gamra S. et Clévenot M, Op Cite; p16.

4-Les étapes de la libéralisation financière :

De plus, la vitesse de libéralisation mérite d'être étudiée, dans le sens où, un pays à la possibilité de choisir entre, soit une libéralisation brutale (rapide), soit une libéralisation prudente (progressive).

La vitesse des réformes financières consiste à préciser le temps nécessaire pour l'installation complète des mesures correctrices et d'établir la durée de trouver la stabilité financière des économies. Cette dernière peut être rapide et dans ce cas, toutes les mesures sont prises ensemble. Ainsi, le passage d'un état de répression financière à un état de libéralisation financière peut se faire dans un délai très court sans prendre en compte les effets pervers qui engendrent.

Egalement, l'économie peut s'ajuster de manière progressive et prudente et dans ce cas, les mesures sont prises une à une avec un délai trop long. Mais, il y a une probabilité de perdre l'objectif primordial fixé à l'avance suite à une période de réformes très longue.

Nous aborderons donc les deux cas extrêmes liés à la rapidité des différentes mesures à entreprendre.

4-1 La libéralisation totale :

Cette méthode se base sur l'application simultanée de toutes les étapes de la libéralisation sans tenir compte de la nécessité d'application progressive. Les pays qui ont appliqué ce genre de libéralisation ont souvent été exposés à des crises bancaires et financières; à l'exemple des expériences de l'Argentine et de l'Uruguay qui ont libéralisé simultanément les secteurs interne et externe (libéralisation des taux d'intérêt bancaires, l'abolition des politiques de l'encadrement de crédits bancaires, libéralisation du commerce extérieur ...).

Cette libéralisation a eu des effets positifs sur l'investissement et de la performance macroéconomique sur le court terme, mais sur le long terme elle a été marquée par des crises financières.

Selon Villanueva et Mirakhor (1990), la vitesse de libéralisation financière dépend des conditions initiales des pays. Ils montrent que si la réforme est appliquée dans un environnement macro-économique instable et/ou si la surveillance et la supervision bancaire inefficace, alors la politique de libéralisation des taux d'intérêt doit être progressive.

Inversement, la libéralisation des taux d'intérêt peut être prématurée. Cho (1986) affirme qu'en l'absence d'un bon fonctionnement du marché des actions, la libéralisation totale du secteur bancaire ne réalise pas l'accumulation efficiente du capital¹

Tableau 1-6: les critères de la libéralisation totale.

Système financier Domestique	Marché boursier	Compte capital
<p>Les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs : Il n'y a aucun contrôle sur les taux d'intérêt créditeurs et débiteurs.</p>	<p>Acquisitions de capitaux par les investisseurs étrangers : les investisseurs étrangers peuvent détenir des capitaux domestiques sans restrictions.</p>	<p>Financement externe : Les banques et les sociétés peuvent recourir librement au financement extérieur.</p>
<p>Autre indicateurs : Elimination de l'encadrement du crédit (également des subventions). Les dépôts de devises sont autorisés.</p>	<p>Rapatriement de capital, dividendes et intérêt : Le capital, les dividendes et les intérêts peuvent être rapatriés librement dans un délai de deux ans à partir de l'investissement initial.</p>	<p>Taux de change et autres restrictions : Aucune restriction imposée sur les transactions du compte courant ou du compte capital. Aucune restriction aux sorties de capitaux.</p>

Source: Benmarzouka Tahar; (2008); op cite, p 51.

4-2 La libéralisation graduelle :

Les expériences de libéralisation financière dans certaines économies émergentes s'avèrent très prudente. Il paraît que les rigidités conjoncturelles et les déséquilibres macro-économiques justifient les réformes par étapes, mais, il faut agir avec décision. En effet, lorsque la réforme est graduelle, la libéralisation risque de perdre son impulsion avec le passage du temps. De même, plus les mesures de réformes sont rapides et profondes, plus les gains potentiels sont importants, mais plus le passage est risqué d'être coûteux².

D'après la Banque Mondiale dans le rapport sur le développement dans le monde de 1989, la libéralisation du système financier ne doit être ni trop rapide ni trop longue. Si la libéralisation est trop rapide, les entreprises pourraient encourir de lourdes pertes et lorsque la libéralisation est trop longue, le prix à payer pour la persistance de l'inefficacité financière sera plus élevé. De plus, McKinnon (1991) analyse la voie optimale de la libéralisation financière par

¹ Y.Cho (1987), "Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets"; Journal of Money, Crédit and Banking, vol.18, n°2, p 199.

² Amairia B. (2006), « Les Conditions Préalables A La Réussite Des Réformes Financières Au Sein Des Pays Emergents»; 23^{ème} Journées D'Économie Monétaire et Bancaire ; Lille 22 et 23 juin 2006, P 6.

référence à l'expérience japonaise. Il conclut que le Japon n'a commencé à libéraliser son système financier qu'à une époque récente, après que les conditions initiales ont été remplies.

Au total, les gouvernements doivent s'engager dans la voie de réformes avec prudence, dans la mesure où, la stabilisation macro-économique et la supervision bancaire sont importantes à l'approfondissement financier et à la croissance économique.

La libéralisation partielle appliquée peut avoir des effets positifs sur les économies et éviter les crises bancaires.

Le tableau ci-dessous montre les critères de la libéralisation financière partielle

Tableau1-7 : les critères de la libéralisation partielle

Système financier domestique	Marché boursier	Compte capital
Les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs : Contrôle partiel des taux d'intérêts créditeurs et débiteurs.	Acquisition des capitaux par les investisseurs étrangers : les investisseurs étrangers peuvent détenir un taux déterminé des capitaux propres. Quelques restrictions sont imposées pour certains secteurs. Des investissements indirects sur le marché boursier sont autorisés comme le transfert international de capitaux.	Financement externe : Les banques et les sociétés peuvent recouvrer librement au financement extérieur sous certaines conditions. Les réserves obligatoires sont fixées entre deux taux déterminés. Certaines restrictions sont imposées pour quelques secteurs spécifiques.
	Rapatriement de capital, dividendes et intérêt : Le capital, les dividendes et les intérêts peuvent être rapatriés à partir de la deuxième année et ne doivent pas dépasser la cinquième année de l'investissement initial.	Taux de change et autres restrictions : Des taux de change spécifiques sont imposés pour les transactions portant sur les comptes courant et le compte capital. Quelques restrictions sont imposées aux sorties de capitaux.

Source: Benmarzouka Tahar, op cite, p52.

Pour chaque secteur, trois régimes sont identifiés: parfaitement libéralisé, partiellement libéralisé et réprimé. Un système financier est considéré comme parfaitement libéralisé si les trois secteurs sont parfaitement libéralisés. Et il est considéré comme partiellement libéralisé si au moins un secteur est partiellement libéralisé¹.

¹ Ben Gamra S. et Clévenot M.(2008), Op Cite; P18.

Section III : les conditions préalables à la réussite de la politique de la libéralisation financière

Sous l'égide des organisations internationales (FMI et Banque Mondiale) et l'impulsion de la puissance vague de transactions financières internationales, la libéralisation financière imposée à certains pays en développement est devenue de plus en plus une exigence incontournable, non seulement pour sortir du régime souvent réprimé, mais aussi pour combler leur déficit budgétaire extérieur et amorcer une croissance et un développement durable; mais les effets pervers de la libéralisation financière ont conduit à identifier les conditions du succès de ce processus.

Il est difficile d'établir les conditions financières, institutionnelles, économique- politique communes et universelle pour mener à bien une politique financière libérale, vu la particularité et la spécificité du système financier de chaque économie.

1- Les conditions préalables à la libéralisation financière :

Plusieurs auteurs supposent l'existence d'un ensemble de conditions pour que la libéralisation financière puisse atteindre les objectifs qui lui sont assignés.

Selon McKinnon et Shaw¹, la réussite du processus de libéralisation financière dépend de la vérification des trois hypothèses suivantes :

- L'approfondissement effectif du secteur financier.
- L'instauration d'une relation positive entre les taux d'intérêts et l'épargne.
- La complémentarité parfaite entre la monnaie et l'investissement.

Comme il a souligné en 1991 qu'un contrôle monétaire et budgétaire doit intervenir avant d'entamer des politiques de libéralisation financière².

Selon Fry 1997, l'expérience internationale indique qu'il y a cinq conditions préalables à la réussite de la libéralisation financière :

¹ Mc Kinnon et shaw, Op Cite ; P 93.

² McKinnon RI (1991), "Financial Control In The Transition From Classical Socialism To A Market Economy", The Journal Of Economic Perspectives, Vol.5, N°4, P121.

1. Une régulation prudentielle adéquate et une supervision des banques commerciales.
2. Un degré raisonnable de stabilité des prix.
3. Une discipline fiscale qui assure l'assouplissement de la dette publique et permet d'atténuer les pressions inflationnistes.
4. Une maximisation du profit et l'adoption d'un comportement compétitif par les banques commerciales.
5. Un système fiscal qui n'impose pas de mesures discriminatoires implicites sur l'activité des intermédiaires financiers¹.

En somme, plusieurs conditions sont nécessaires à la réussite des politiques de libéralisations financières. Parmi les conditions initiales on peut tenir les suivantes :

1-1 La stabilité macroéconomique :

La stabilité macroéconomique désigne la stabilité du niveau général des prix et un déficit budgétaire modéré. En effet, l'instabilité des prix augmente la probabilité de crises bancaires et financières, crée un environnement incertain et accroît les taux d'intérêt. L'instabilité macroéconomique se caractérise par des taux d'inflation et des taux d'intérêt élevés et incertains. Ces derniers faussent les prix relatifs et détruisent les opportunités à long terme des investisseurs. Ils provoquent également une baisse de l'épargne et une orientation de l'investissement vers des projets moins productifs qui se répercutent négativement sur la croissance économique².

Plusieurs auteurs tels que Fry (1989), Hanson et Neal (1984) soulignent que le succès du programme de libéralisation financière dépend d'une politique monétaire, budgétaire et de taux de change approprié, additionné à une politique commerciale adéquate. Fry (1989) considère aussi que la politique qui vise la stabilité des prix, la discipline fiscale et la crédibilité des réformes est le principal facteur qui explique le succès des réformes des pays asiatiques et l'échec de la libéralisation des pays latino-américains durant les années soixante-

¹ Fry M J (1997), Op Cite; P 759.

² BOUZID.A (1996), Op Cite, p2.

dix et quatre-vingt. McKinnon¹ (1991) vient renforcer l'idée de Fry et associe la discipline budgétaire à la discipline monétaire. Il considère que ces deux instruments sont interdépendants et doivent être mis en place avant d'entamer la libéralisation des taux.

Ce comportement a été observé en Indonésie et au Sri Lanka qui ont introduit des réformes monétaires et budgétaires à la même période. À l'opposé, la Corée a préféré attendre la fin du processus des réformes afin d'éviter tout risque de dérapage monétaire non souhaitable.

1-1-1 La stabilisation des prix et la baisse de l'inflation :

Selon les auteurs de la libéralisation, la stabilisation des prix est bénéfique pour plusieurs raisons :

- si le taux d'inflation est faible, l'objectif de taux réels positifs est rapidement atteint.
- Si le taux d'inflation est modéré, la croissance des taux nominaux ne sera pas très élevée et évitera de ce fait les problèmes de surendettement et de faillite des entreprises.
- Si le taux d'inflation est élevé cependant le pays est incapable de contrôler la situation.

La question se pose lorsque le pays fait face à une hyper inflation ou une inflation chronique et qu'il est incapable de contrôler la stabilité des prix, Galbis (1994) propose qu'il ne soit pas nécessaire d'attendre jusqu'à ce que l'économie soit stabilisée, mais qu'il est préférable de libéraliser le système au moins partiellement afin de le protéger des effets négatifs de l'inflation².

Afin d'appuyer son idée, il fait rappeler l'expérience du Brésil qui a libéralisé son secteur financier en 1975 en présence d'une hyper inflation et d'un déficit budgétaire important.

Galbis (1994) souligne qu'avec cette stratégie, le Brésil n'a pas pu obtenir une solution optimale, mais a quand même pu atteindre un optimum de second rang.

Les problèmes d'instabilité peuvent apparaître, lorsque l'objectif de baisse de l'inflation est accompagné de mesures déstabilisantes. En effet, si la baisse de l'inflation est suivie d'une

¹ McKinnon R I (1991), Op Cite, p124.

² Bouzid A (1996), Op Cite, p10.

baisse de la masse monétaire, elle peut provoquer le ralentissement de l'activité et la croissance du chômage. Par ailleurs, nous pouvons observer parfois, durant les premières phases de stabilisation, que les gouvernements des pays où le niveau du seignuriage est très élevé préfèrent préserver le même niveau de seignuriage. Ce comportement a pour résultat la croissance du financement monétaire du déficit budgétaire et par conséquent la hausse de l'inflation. Cette situation peut cependant, être évitée si l'objectif de stabilisation des prix est accompagné d'une discipline budgétaire.

1-1-2 la discipline budgétaire :

La discipline budgétaire est considérée comme un outil important dans la réduction de l'inflation. Celle-ci est même posée comme condition pour l'obtention d'aides financières dans le cadre du programme d'ajustement structurel du Fond Monétaire International.

Le déficit budgétaire important conjugué avec une libéralisation récente favorise d'une part l'accroissement de taux d'intérêt qui tend à gonfler le service de la dette extérieure et à aggraver davantage le déficit existant. D'autre part les afflux des capitaux extérieurs lesquels faute d'environnement favorable à l'investissement étranger s'inversent et causent la panique des banques.

À court terme, l'ajustement budgétaire est fondé sur la réduction des dépenses publiques et sur la restructuration des entreprises publiques déficitaires pour éviter l'effet d'éviction de l'investissement privé et faire baisser le taux d'inflation.

À long terme, la maîtrise du budget de l'État demande une réforme fiscale favorable. Pour ce faire, les autorités peuvent procéder à l'élargissement de l'assiette d'imposition, à une simplification des structures fiscales et à la correction à la baisse des taux d'impôts pour le rendre plus adéquat¹.

Fry (1989)² souligne en effet que la réussite des réformes monétaires est conditionnée par le contrôle des dérapages budgétaires. La présence d'un fort déficit budgétaire rend impossible la réalisation d'une libéralisation financière tant que l'Etat continue à se financer par création monétaire.

¹ Ben Gamra S. « Libéralisation Financière et Crise Bancaire Dans Les Pays Emergents »; Atelier Doctorat Pole2; Université De Paris 13, P17-19.

² Fry M J (1997), op cite; p765.

Roubini et S.I Martin¹ (1992) soulignent dans ce sens les avantages de la répression financière qui permet aux gouvernements d'obtenir des financements bancaires à de faibles coûts.

Une discipline budgétaire adéquate qui vise la rationalisation des dépenses et l'application d'un système de collecte de recettes approprié augmentera les chances de réussite de la libéralisation financière.

Au total, la stabilité macroéconomique est prise comme une condition nécessaire et non suffisante pour la réussite des réformes financières. Cette mesure donne lieu à une croissance économique saine sans dysfonctionnements et la réalisation d'un taux de croissance acceptable et un taux d'inflation faible permettent aux taux d'intérêt réels de se monter.

1-2 le cadre institutionnel :

Les autorités cherchent à superviser leur système financier en utilisant des règles prudentielles d'autant plus strictes que l'instabilité macroéconomique est grande. Ces règles consistent à empêcher la concentration des prêts entre les mains de quelques clients, à surveiller l'entrée dans l'activité bancaire, à exiger les banques à diversifier leurs portefeuilles et à sauver les banques en difficulté².

La libéralisation financière dans la plupart des pays émergents a été entamée dans un contexte institutionnel inadéquat, caractérisé essentiellement par une régulation prudentielle et supervision défaillantes et des institutions sous-développées, aucun des pays émergents ne s'est en fait, intéressé à améliorer les lois et le contexte de fonctionnement des institutions et à renforcer la supervision prudentielle avant d'introduire les réformes de libéralisation financière.

La première étape concerne la mise en place de la réglementation prudentielle, cette dernière est considérée comme le seul élément qui peut être introduit dans le processus de supervision puisqu'elle facilite l'estimation des risques de chaque banque et l'obtention d'information parfaite, elle permet aux autorités d'assurer leur supervision. Le système de supervision renforce les règles prudentielles et permet de détecter à temps les institutions financières en difficulté et de les aider.

¹ N.Roubini et X. Sala-i-Martin, op cite; P 123.

² Amaria B. op cite; p 20.

La règle prudentielle ne pouvait être bien adaptée aux pays émergents et l'application de ces procédures nécessite des moyens humains et financiers pour atteindre hâtivement cette cible, mais ces moyens sont insuffisants dans les pays émergents. En effet, le secteur bancaire des pays émergents est faiblement ouvert aux marchés internationaux et se caractérise par une rareté de ressources de financement. Ainsi, l'imposition des contraintes de fonds propres aux banques peut avoir des conséquences néfastes sur la croissance économique.

Selon **Plihon (2000)**, il faut appliquer aux pays émergents un système de supervision bancaire différent, pour lui " *ce système devrait être plus simple, moins exigeant en termes des fonds propres et complétés par un mécanisme de solidarité nationale assurant la solvabilité du système*".

Au total, la réglementation prudentielle tend à limiter la prise du risque excessive de la part des banques et d'assurer un fonctionnement efficient, fiable et efficace des marchés financiers.

En effet, d'une part, les gestionnaires des banques issus d'un environnement financier contrôlé ne disposent ni du savoir-faire ni de l'expertise requise pour évaluer les nouvelles opportunités de crédits offertes et pour maîtriser les nouveaux risques posés par le marché financier libéralisé, dans lequel les restrictions sur les crédits bancaires ont été levées et les réserves obligatoires réduites. D'autre part, l'entrée de nouveaux concurrents étrangers et domestiques sur le marché exerce des pressions sur les banques existantes en les poussant à s'engager dans des activités risquées. Cet engagement audacieux se trouve favorisé davantage par l'accès facilité aux marchés off-shore.

1-3 La stabilité politique :

La stabilité politique est une condition nécessaire pour l'application d'une politique de libéralisation financière. Donc l'instabilité politique d'un pays affecte négativement la croissance économique.

L'instabilité politique influe négativement sur les principales décisions des agents économiques. Ce qui conduit à adopter une attitude attentiste en reportant ou en annulant toute initiative susceptible d'accroître le volume des activités économiques. Cette situation ne peut que favoriser la fuite des investisseurs étrangers locaux et la répulsion des entrepreneurs étrangers, préférant se diriger vers les états plus stables.

2) La séquence de libéralisation financière optimale:

Lorsque ces conditions sont réunies, il reste à déterminer l'ordre d'adoption des réformes financières ainsi que leur vitesse au sein de chaque économie. Dans ce cadre de nombreux auteurs s'accordent sur quatre séquences de libéralisation (McKinnon (1999)).

La première et la seconde séquence concernent respectivement la libéralisation du secteur réel domestique et la libéralisation du secteur financier local. La troisième et la quatrième séquence concernent respectivement la libéralisation des opérations courantes et la libéralisation des mouvements de capitaux.

Tableau1-8: les étapes de libéralisation économique et financière

Secteur	Interne	Externe
Réel	<u>Etape 1</u> -Stabilisation macroéconomique -libéralisation des prix -levée des taxes implicites et explicites ainsi que des subventions - la privatisation	<u>Etape 3</u> -Libéralisation des opérations courantes (levée des barrières commerciales) -Création d'un marché de change et convertibilité externe de la monnaie.
Financière	<u>Etape 2</u> -Restructuration et privatisation du système bancaire domestique. -Création ou réactivation du système monétaire	<u>Etape 4</u> -Lever du contrôle des capitaux -Convertibilité total de la monnaie

Source: chebbi.M.J « existe-t-il une relation entre la libéralisation financière et crise bancaire dans les pays émergents?»; p8.

La libéralisation de la sphère réelle sur le niveau interne comprend la stabilisation macroéconomique, la libéralisation des prix, la réduction des taxes et des subventions et les privatisations. Cette dernière doit se faire avant celle de la sphère financière pour plusieurs raisons.

Après avoir appliqué une libéralisation interne sur les deux niveaux réel et financier, on passe à la libéralisation externe. En effet, selon Edwards (1986) qui a analysé la notion de périodisation par la comparaison entre deux séries chronologiques contraires à savoir l'Argentine et l'Uruguay qui ont commencé par la libéralisation de leur compte des opérations en capital et le Chili qui a commencé par la libéralisation de leur compte des opérations courantes. Il constate que l'expérience chilienne est prise comme exemple de « bon »

ordonnancement chronologique de la réforme, tandis que l'expérience argentine a échoué la première.

Ceci s'explique par une libéralisation financière « prématurée » avant que la réforme commerciale soit achevée et avant que le déficit budgétaire soit assuré par l'État.

De même, pour Saidane (1995) les investissements deviennent volatils et mal partagés et répondent à un comportement spéculatif de court terme et non à un comportement économique de long terme favorisant la croissance.

Supposons que les flux de capitaux soient libéralisés avant que la libéralisation financière interne ne soit arrivée à son terme, c'est-à-dire à un moment où les taux d'intérêt n'ont pas encore atteint un niveau d'équilibre sur le marché; dans une telle situation il faut s'attendre à voir les capitaux s'enfuir, ce qui peut alors être ressourcé d'incertitude quant à la capacité de mener à son terme la réforme financière et soumettre les flux de capitaux et le taux de change à des fluctuations brutales avec la répercussion négative que cela compte pour la valeur des entreprises et pour les portes-feuilles dans les banques.

Par contre si l'on ouvre le compte de capital lorsque les taux d'intérêt intérieurs sont élevés du fait des dosages des politiques monétaires et budgétaires suivis dans le pays considéré, les entrées des capitaux sont susceptibles d'engendrer une appréciation du taux de change.

Une libéralisation immédiate du secteur financier domestique et des flux de capitaux n'est conseillée que dans un contexte macroéconomique et l'application d'une réglementation prudentielle adoptée. Cela ne signifie pas qu'il faille attendre que ces conditions préalables soient entièrement réunies pour engager le processus de libéralisation, mais plutôt il est recommandé de procéder de façon graduelle en tenant compte des progrès accomplis. Par conséquent si la situation ce n'est que lorsque le système financier sera entièrement libéralisé que les contrôles sur les capitaux pourraient être élevés et l'installation des banques étrangères autorisée.

Il faut rappeler que les étapes présentées dans ce tableau ne sont qu'indicatives. Les gouvernements sont mieux placés pour savoir à quel moment introduire une réforme plutôt qu'une autre, mais il faut savoir que le respect d'une stratégie de réforme est nécessaire afin d'éviter les dérapages institutionnels qui risquent d'accentuer les déséquilibres.

3) Le rythme et l'enchaînement des réformes:

Selon Villanueva et Mirakhor (1990), la vitesse de libéralisation financière dépend des conditions initiales des pays. Ils montrent que si la réforme est appliquée dans un environnement macroéconomique instable et/ou si la surveillance et la supervision bancaire inefficace, alors la politique de libéralisation des taux d'intérêt doit être progressive. Inversement, la libéralisation des taux d'intérêt peut être prématurée.

À chaque situation correspond une stratégie de réformes déterminée. Le tableau ci-dessous nous donne un bref aperçu des différentes situations économiques en présence et les stratégies qui leur sont adaptées.

Quatre stratégies peuvent être identifiées:

- (1) la stratégie (IM/IS), quand l'environnement macroéconomique instable et la supervision bancaire fragile
- (2) la stratégie (IM/AS), quand l'interaction entre l'instabilité économique et le hasard moral est largement compensée par une supervision bancaire
- (3) la stratégie (SM/IS), quand l'économie est stable, mais le hasard moral dans les banques présente un problème potentiel à cause d'une supervision inadéquate
- (4) la stratégie (SM/AS), quand l'économie est stable et la supervision bancaire est adéquate.

Tableau1-9: Le rythme et l'enchaînement des réformes

Stratégie et réformes	Groupe 1 IM/IS	Groupe2 IM/AS	Groupe3 SM/IS	Groupe 4 SM/AS
1^{ère} étape	-Mesure de stabilisation économique (réduction de taux d'intérêt et du déficit budgétaire) -Mise en place d'un système d'assainissement, de la régulation des taux d'intérêt bancaire.	-mesure de stabilisation économique (réduction du taux d'inflation et le déficit budgétaire). -le maintien de la super- vision bancaire -libéralisation graduelle et contrôlée des taux.	-Maintien de la SE avec amélioration et relance de la régulation et la supervision bancaire. Maintien d'une régulation temporaire des taux	Maintien de la stabilité et renforcement de la régulation et de la supervision bancaire. Affinement des politiques monétaires et de crédit. La libéralisation simultanée des taux peut se faire à ce stade.
2^{ème} étape	-Introduction et /ou développement des instruments monétaires indirects et renforcement des règles de régulation ou de supervision bancaire.	Introduction et /ou développement des instruments monétaires directs.	Développement des instruments monétaires indirects et renforcement des règles de régulation et de supervision bancaire et assouplissement du contrôle sur les taux	-Développement des instruments monétaires indirects
3^{ème} étape	-Développement de la concurrence bancaire par l'entrée de nouvelle institution financière local et étrangères et assouplissement du contrôle sur les taux.	Renforcement de la concurrence bancaire par l'entrée de nouvelles institutions financières locales et étrangères avec renforcement de la supervision.	Développement de la concurrence bancaire par l'entrée de nouvelles institutions financières locales et étrangères avec renforcement de la supervision	-Renforcement de la concurrence bancaire par l'entrée de nouvelles institutions financières locales et étrangères et adaptation de la supervision avec les nouvelles données du marché.
4^{ème} étape	Libéralisation totale des taux d'intérêt	Libéralisation totale des taux.	Libéralisation totale des taux.	

Source: Villanueva .D et Mirakhour.A (1990); « Strategies for financial reforms: Interest rate policies, stabilization, and bank supervision in developing countries », p 522.

Ce tableau montre que la stabilisation macroéconomique et la supervision bancaire soutiennent une libéralisation rapide des taux. Lorsqu'une de ces deux conditions fait défaut, une régulation des taux qui permettrait une libéralisation graduellement pourrait anticiper les bénéfices d'une libéralisation. Dans le cas où la supervision bancaire est adéquate, les gouvernements peuvent se permettre quelques étapes de libéralisation en même temps que les programmes de stabilisation. Mais lorsque l'instabilité économique est accompagnée d'une mauvaise régulation et supervision bancaire, il serait imprudent de libéraliser les taux avant de s'assurer de la reprise de la stabilisation et de l'application effective des règles de supervision.

Au total, l'application d'une politique de libéralisation financière laxiste ne peut être faite que dans une économie stable et un ordonnancement optimal qui prévoit le passage de la stabilisation à la croissance.

Conclusion du chapitre :

Pour conclure, McKinnon et Shaw montrent que la libéralisation du système financier des PVD devrait augmenter le volume d'épargne et le canaliser vers des investissements les plus productifs ; ce qui fait stimuler la croissance économique; autrement dit que la politique de libéralisation financière considérée comme une condition nécessaire à la croissance économique, sa réussite dépend des conditions initiales (stabilité macroéconomique et un cadre institutionnel adéquat) et d'un ordonnancement optimal à respecter.

De plus, la vitesse de libéralisation mérite d'être étudiée, dans le sens où un pays à la possibilité de choisir entre, soit une libéralisation brutale (rapide), soit une libéralisation prudente (progressive).