Le système financier des pays en développement de la répression à la libéralisation financière

1. La politique de répression financière dans les pays en développement

1.1 Le système bancaire et financier dans les pays en développement

1.1.1 Généralités sur le système bancaire et financier

Il est unanimement reconnu que le système financier occupe une place de choix dans toute économie qui se respecte et ce grâce aux multiples services qu'il assure tels que la réduction des coûts de prêts et d'emprunts, la minimisation des risques encourus, la collecte de l'épargne et la garantie d'une meilleure allocation des ressources. Tout ces services et d'autres améliorent la croissance économique du pays.

1.1.1.1 Définition du système financier

Un système financier peut être défini comme un ensemble très complexe d'institutions, de procédures, d'usages et de règles déterminant les voies à suivre afin de collecter l'épargne auprès des ménages, de l'Etat et des entreprises ; laquelle épargne est ensuite investie pour la création des richesses. Le système financier compte sur toutes les institutions ayant pour rôle essentiel de mobiliser l'épargne des ménages et des entreprises dont les revenus sont supérieurs aux dépenses pour la transférer ensuite vers les ménages et les entreprises aux capacités d'autofinancement insuffisantes¹.

En s'interposant entre prêteurs et emprunteurs, ce système rend les décisions d'épargne et d'investissements de ces derniers plus cohérentes, ce qui est de nature à faciliter plus leurs transactions. Le rôle d'intermédiation incombe aux institutions financières qui doivent être capables d'assurer une allocation efficace de l'épargne et l'orienter vers l'investissement, tout en veillant à éviter, à la fois, un endettement excessif des entreprises, une sous utilisation des capacités de financement pouvant conduire à des situations de sous-emploi de l'épargne et à une mauvaise utilisation de ces capacités rendant moins rentables les financements des projets.

Les institutions financières que comporte le système financier sont les banques commerciales, les banques d'investissement, les sociétés d'assurance, les courtiers, les bourses de titres financiers et autres institutions financières.

1.1.1.2 Les composantes du système financier

Dit plus simplement, le système financier se compose de deux éléments, à savoir le marché monétaire (ou bancaire) et le marché financier (ou boursier):

a- Le marché monétaire (bancaire)

C'est le marché interbancaire qui regroupe la Banque Centrale* et l'ensemble des banques commerciales, les institutions d'épargne et les banques spécialisées. Constituant un élément important de l'ensemble du système financier, ce marché s'intéresse au financement des entreprises dans le court terme². Dans son acception la plus large, le marché monétaire se rapporte à tous les intermédiaires financiers.

¹ Stiglitz J. E., Walsh C. E. (2004), "*Principes d'économie moderne*", Traduction française par : Florence Mayer, Edition De Boeck & Larcier, 2ème Ed., p 568.

* La Banque Centrale est la seule habilitée à créer la monnaie, et ce par le transfert des actifs réels en actifs monétaires.

² Sisi S-D. H. (2002), "*Contemporary Economic Issues*", Dar Ghreeb for Printing and Publishing, Egypt, p 18.

Les intermédiaires financiers constituent la pierre angulaire de tout système financier digne de ce nom. Traditionnellement, les banques commerciales* ont constitué l'instrument privilégié utilisé par les entreprises pour se financer. Au moindre effondrement du système bancaire, celles-ci se trouvent dépourvues des fonds nécessaires à l'investissement ; du coup, les consommateurs ne peuvent plus être remboursés et l'économie est sérieusement ébranlée. Pour éviter cette situation, les gouvernements ont mis en place des réglementations bancaires visant à apporter une plus grande stabilité financière¹.

b- Le marché financier (boursier)

C'est l'espace où se rencontrent les offreurs et les demandeurs. Il s'intéresse aux transactions à moyen et long terme. Il comporte deux types de marchés : un marché des titres financiers (marché primaire et marché secondaire) et un autre marché qui regroupe des institutions financières non bancaires (les banques d'investissement, les compagnies d'assurance, les banques industrielles, etc.)².

Le fonctionnement du marché financier repose sur les marchés primaire et secondaire (ou le marché boursier), deux branches différentes mais complémentaires³:

♦ **Le marché primaire** : il est aussi appelé marché d'émission de titres ; c'est le marché où les titres financiers sont émis pour la première fois, soit pour la création de nouvelles entreprises soit pour l'augmentation du capital des entreprises qui existent déjà⁴.

♦ **Le marché primaire (la bourse)** : Ce marché s'occupe de l'échange des valeurs mobilières déjà émises. Ainsi, il arrive, par exemple, qu'un épargnant qui a souscrit à une émission d'obligations d'Etat souhaite revendre ce titre acheté à l'Etat ; c'est sur le marché secondaire qu'il pourra réaliser cette opération. Ce marché boursier, qui représente la plus grande part du marché financier, met en relation les agents à déficit de financement, c'est-à-dire les entreprises, les collectivités locales et l'Etat qui émettent des produits financiers (actions, obligations et autres produits), et les agents à surplus de financement, les épargnants, essentiellement les ménages, qui les souscrivent.

* Depuis longtemps, le monde économique considère que les intermédiaires financiers sont généralement les banques.

¹ Stiglitz Joseph E., Walsh Carl E., op cit, p 570.

² Sisi S-D. H. (2002), op cir, p 18.

³ Joudi M., "Bourse des valeurs et marché financier", Cours EA 202, 2005/2006, p 1.

⁴ Sisi S-D. H. (2002), op cit, p 87.

La principale caractéristique d'un marché financier développé reste, incontestablement, l'efficacité de l'information qui doit être constamment disponible et circuler librement entre les acteurs intervenant sur le marché financier. Par ailleurs, la capitalisation boursière représente l'indice particulier d'un marché boursier développé. En général, un système financier développé est celui qui réalise une mobilisation de l'épargne et une allocation optimale des ressources. Une politique macroéconomique saine dans un environnement politique favorable est seule garante d'une performance optimale.

1.1.1.3 Les principales fonctions des systèmes financiers

Le système financier est considéré comme le carrefour de tous les secteurs de l'économie (commerce, agriculture, industrie) et peut jouer le même rôle que le budget ou le système fiscal dans la distribution des ressources entre plusieurs secteurs¹. Selon Levine (1997), les intermédiaires financiers doivent assurer cinq fonctions*, considérées comme les plus essentielles du système financier². Celui-ci peut, ainsi, *permettre de faciliter les transactions financières, couvrir les risques, diversifier les actifs et mutualiser les risques*. En outre, *il aide à acquérir des informations sur les projets et à favoriser l'allocation optimale des ressources. Il assure, également, la surveillance des entrepreneurs et le contrôle des entreprises*. Par ailleurs, *il facilite la mobilisation de l'épargne*. Enfin, la présence d'un système financier suffisamment développé *permet de faciliter l'échange des biens et services*.

a- Faciliter les transactions financières, la couverture contre les risques, la diversification des actifs et la mutualisation des risques

Le plus souvent, les ménages optent pour les actifs liquides tandis que les entreprises recherchent des ressources s'étalant sur le long terme afin de pouvoir financer leurs investissements. C'est là que peuvent entrer en action les intermédiaires financiers qui peuvent transformer les actifs liquides en actifs de long terme donnant ainsi la

¹ Semedo G., et Villieu P. (1998), "Mondialisation, intégration économique et croissance : nouvelle approche", Edition L'Harmattan, Paris, p 310.

* Selon Levine (1997), ces fonctions peuvent être fondées théoriquement vu l'existence d'une liaison positive et forte entre le système financier et la croissance... Nous allons voir cette relation en détails dans la 2^{ème} section de ce chapitre, pp 50-72.

² Kpodar K. (2003), "Le développement financier et la croissance: L'Afrique subsaharienne est-elle marginalisée?", CERDI, Université d'Auvergne, Septembre, pp. 4, 5 et 6.

possibilité aux investisseurs de lancer leurs projets en toute sérénité du moment qu'ils disposent des ressources nécessaires.

Les incertitudes* liées à cette transformation fait naître les risques de liquidité, d'où l'obligation pour les banques de s'en prémunir. Afin de fournir aux épargnants une assurance complète contre les risques de liquidité, les banques peuvent offrir à ces derniers des dépôts liquides et faire appel à une combinaison équilibrée entre *investissements liquides* (investissements à faible rendement pour satisfaire les demandes des dépôts) et *illiquides* (fort rendement des investissements)¹.

Le système financier a également la possibilité de réduire les risques individuels en les diversifiant et en les faisant partager entre plusieurs acteurs. L'habileté des systèmes financiers à diversifier les risques peut affecter positivement la croissance économique sur le long terme en encourageant l'accumulation du capital et en améliorant la rentabilité des investissements. Par conséquent, le système financier qui facilite la diversification du risque tente d'apporter une modification du portefeuille au profit des projets dont le rendement attendu est élevé ; ils peuvent, ainsi, accélérer l'innovation technologique et la croissance économique².

Les intermédiaires financiers peuvent réduire ce risque de liquidité en mutualisant les risques individuels des déposants, et en investissant les fonds récoltés dans des actifs peu liquides mais rentables. *Bencivenga et Smith (1991)*³ ont montré que les intermédiaires financiers favorisent l'accumulation du capital et stimulent, par là, la croissance économique, par l'allocation de l'épargne.

b- Acquérir des informations sur les projets et favoriser l'allocation optimale des ressources

Tenant compte du fait que les épargnants -pris individuellement- ont peu d'informations sur les entreprises et qu'ils sont, par conséquent, incapables de porter leurs choix sur telle ou telle entreprise pour y investir, les intermédiaires financiers se substituent à ces épargnants et évaluent les opportunités d'investissement⁴. Ces

* Ces incertitudes sont liées aux asymétries d'information et aux coûts de transactions.

¹ Levine R. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic literature*, Vol. 35, No. 2, p 693.

² Saint Paul, G (1992), "Technological choice, Financial Markets and Economic Development", *European Economic Review*, May, Vol. 36, No. 4, p 763.

³ Bencivenga, V and Smith, D. (1991), "Financial intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic studies*, Vol. 58, No. 2, p 196.

⁴ Kpodar K. (2003), op cit, p 5.

intermédiaires réduisent le coût d'acquisition et de traitement de l'information et, par là, améliorent l'allocation des ressources¹. Ceux-ci suppléent aux frictions du marché et rendent l'information, assimilable à un bien public².

Par ailleurs, l'atout majeur de tout système financier réside en sa capacité à rendre compatible dans le temps des projets qui ne le sont pas à une date donnée, et de réduire les risques et les asymétries informationnelles afin de favoriser l'investissement et donc la croissance. A ce titre, *Diamond (1984)*³ montre que les coûts d'acquisition d'information créent des incitations à l'émergence des intermédiaires financiers.

En l'absence d'intermédiaires financiers, chaque investisseur se voyait contraint de payer ces coûts fixes. C'est ce qui a poussé les groupes d'individus à se constituer en intermédiaires financiers afin d'économiser les coûts de traitement et d'acquisition d'information à propos d'investissement⁴. Le système financier assure, donc, une fonction essentielle de garant de la confiance nécessaire pour que chaque épargnant soit prêt à confier son épargne⁵. Par cette fonction, le système financier peut accélérer la croissance économique.

c- Assurer la surveillance des entrepreneurs et le contrôle des entreprises

Lorsque l'investissement est financé, il incombe aux banques de surveiller les entrepreneurs afin de les amener à gérer leurs entreprises de façon à garantir les intérêts des créanciers et autres actionnaires. Cette fonction est prépondérante, voire décisive en raison de l'asymétrie d'information pouvant exister entre investisseurs et emprunteurs. Ces problèmes d'asymétrie d'information peuvent se produire ex ante et impliquer la mise en œuvre de projets trop risqués favorisant les actionnaires ou au contraire conduire à l'abandon de projets rentables. Ils peuvent également se produire ex post et conduire à une utilisation frauduleuse des capitaux levés par les actionnaires.

Par ailleurs, il peut être onéreux pour la banque d'assurer la surveillance des dirigeants d'entreprises. Le mécanisme des garanties et des contrats financiers réduit les

¹ Demirgüç-Kunt A. et Levine R. (2008), "Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth", *The World Bank Working Paper*, No. 11, p 4.

² Stiglitz, J. (1985), "Credit markets and the control of capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 17, No. 2, May, pp. 133-152.

³ Diamond D. W. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, July, Vol. 51, No. 3, p 393.

⁴ Demirgüç-Kunt A. et Levine R. (2008), op cit, p 6.

⁵ Pollin J-P. et Jacquet P. (2008), "Systèmes financiers et croissance", Séminaire de Diversité des Systèmes Financiers Croissance, *MACROFI*, 22-23 Mai, p 4.

coûts de surveillance et favorise également le financement de projets rentables. Au fur et à mesure que la firme et la banque développent une relation de long terme, cela contribue à diminuer le coût d'acquisition de l'information pour une meilleure allocation des ressources¹.

d- Faciliter la mobilisation de l'épargne

Cette fonction assure aux ménages les opportunités pouvant leur permettre de diversifier leurs portefeuilles, de réaliser des investissements rentables et d'assurer une augmentation de la liquidité des actifs². Le système financier a pour autre fonction de faire bon usage de l'épargne disponible en le dirigeant vers les investisseurs les plus productifs. Pour de faire, les banques doivent, en particulier, réduire l'incertitude des épargnants en diversifiant les risques de liquidités.

La capacité des institutions financières à mobiliser de nouvelles ressources et, en particulier, à collecter l'épargne monétaire découle principalement de l'adaptation des modalités des services d'épargne aux contraintes des demandeurs et de l'environnement³. La mobilisation de l'épargne a un impact positif sur le volume de l'accumulation du capital, elle améliore également l'allocation des ressources et stimule l'innovation technologique. Les systèmes financiers les plus efficaces dans la mobilisation de l'épargne affectent favorablement la croissance économique.

e- Faciliter l'échange des biens et services

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 échanges⁴. Par cette fonction, les intermédiaires financiers facilitent la spécialisation, l'innovation technologique et la croissance. Le lien entre ces variables (facilitation des transactions, spécialisation, innovation et croissance économique) était un élément crucial pour Adam Smith (1776). Ainsi, il affirme que la division du travail ou spécialisation est le facteur principal de l'amélioration de la productivité. Vu les coûts élevés des transactions, les contrats financiers susceptibles de les réduire favorisent une plus grande spécialisation, une augmentation de la productivité et une croissance économique acceptable⁵.

¹ Kpodar K. (2003), op cit, p 5.

² Levine R. (1997), op cit, p 699.

³ Doligez F. (2004), "Comment concevoir et apprécier L'impact dans le domaine de la microfinance ?", IRAM-F3E, juin, p 2.

⁴ Pollin J-P. et Jacquet P. (2008), op cit, p4.

⁵ Levine R. (1997), op cit, p 700-701.

Bien que, tous les systèmes financiers assurent ces fonctions financières et que chacune de ces dernières puisse avoir un impact sur la croissance économique, il existe une grande différence quant à la manière dont sont assurées ces fonctions. Trois caractéristiques principales des systèmes financiers déterminent l'impact de ces cinq fonctions sur la croissance économique¹: (i) le niveau de l'intermédiation financière, (ii) l'efficacité de l'intermédiation financière et (iii) la composition de l'intermédiation financière.

- **Le niveau de l'intermédiation financière** : La taille des systèmes financiers relatifs à une économie est importante pour chacune des fonctions citées ci-dessus. En effet, un système financier efficace permet d'allouer l'exploitation des économies d'échelle. Il peut également atténuer les contraintes de crédits et ce, en raison du rationnement du crédit. Ainsi, un système financier efficace doit être plus effectif dans l'allocation du capital et le contrôle de l'utilisation de fonds qui sont significatifs pour les économies d'échelle dans cette fonction. Plus généralement, le système financier joue une fonction importante dans la transformation et la réallocation des risques dans une économie.

- **L'efficacité de l'intermédiation financière** : Les canaux liant la taille du système financier à la croissance assument effectivement la qualité élevée de l'intermédiation financière. Toutefois, l'efficacité des systèmes financiers ne peut être particulièrement admise que si l'information acquise est une de ses fonctions principales.

- **La composition de l'intermédiation financière** : Deux modifications importantes dans la composition de l'intermédiation financière sont liées à la maturité du financement disponible et à la croissance des marchés de capitaux et des investisseurs institutionnels comme les fonds de pension et les compagnies d'assurance. D'un côté, la maturité des prêts et des dépôts affecte positivement l'ampleur de certains investissements ; de l'autre, le remplacement des banques par les marchés semble être un résultat du changement des coûts d'intermédiation.

1.1.2 Les caractéristiques du système bancaire et financier dans les pays en développement

Les systèmes bancaires et financiers des pays en développement ont été, pendant longtemps, caractérisés par toutes les formes d'intervention étatique et de gestion

¹ FitzGerald V. (2006), "Financial Development and Economic Growth: A Critical View", *World Economic and Social Survey*, March, p 4-6.

administrative, ce qui a entravé leur développement et leur adaptation aux systèmes financiers des pays développés.

Les principales caractéristiques des systèmes financiers dans les pays en développement peuvent être résumées comme suit : (i) les systèmes financiers formels dans ces pays se composaient, après la deuxième guerre mondiale, d'un nombre limité d'institutions financières dont la propriété revenait, la plupart du temps, aux étrangers. Ces institutions qui avaient des agences dans les grandes villes seulement, ne finançaient que les grandes entreprises et ne permettaient pas, ainsi, aux entreprises exerçant dans les régions rurales d'obtenir un financement. Cela a été à l'origine de la marginalisation de toutes les autres régions, d'où l'inefficacité des systèmes financiers dans ces pays. (ii) La présence d'un secteur financier informel composé de commerçants et de courtiers qui offraient aux petits agriculteurs des crédits pour financer leurs projets et obtenaient, ainsi, des taux d'intérêt plus élevés par rapport à ceux du secteur financier formel. (iii) la présence, à côté du secteur financier formel, d'un autre informel plus développé, a constitué un phénomène de *dualité financière* qui a beaucoup nui au premier cité. Ces deux secteurs (formel et informel) diffèrent l'un de l'autre dans les modalités de la détermination des taux d'intérêt. Dans le secteur formel, les taux d'intérêt se déterminent de façon administrative et centralisée, ces taux restent fixes pendant de longues périodes et ne sont pas liés aux changements que connaît le marché du fait de l'interaction de l'offre et de la demande et, donc, ne reflète pas la situation réelle du marché. Tandis que les taux d'intérêt dans le secteur informel sont déterminés selon l'offre et la demande existantes ; ils sont généralement élevés par rapport aux taux déterminés par le secteur formel. (iv) La non diversification des instruments financiers et services proposés par les systèmes financiers dans les pays en développement ce qui pousse les épargnants et investisseurs à s'orienter vers le secteur informel. (v) Le manque de culture bancaire est source de suspicion chez les gens (individus) ; du coup, les relations sont faussées et les transactions avec les banques sont limitées, ce qui conduit à une diminution de l'épargne et, par là même, à une limitation de la capacité des banques à offrir les crédits. (vi) Les informations ventilées au compte-goutte ou, parfois, non disponibles dans les systèmes financiers des pays en développement influent beaucoup sur les décisions des épargnants et investisseurs en

matière de transactions. (vii) L'inefficacité des politiques monétaires, la fragilité de la gestion administrative et le manque de contrôle sur le système bancaire.

1.2 La répression du système bancaire et financier dans les pays en développement

Introduit dans la théorie économique par McKinnon (1973) et Shaw (1973) et approfondi, notamment, par Fry (1982, 1988), le concept de répression financière fait référence, selon McKinnon (1993), à une économie dont l'activité est fortement biaisée par des interventions strictes et stériles du gouvernement sur les flux nationaux et internationaux de capitaux ainsi que sur l'ensemble du système financier¹.

1.2.1 Définition du concept de répression financière

La « répression financière », notion proposée par McKinnon (1973) et Shaw (1973), correspond à une situation dans laquelle le secteur financier est géré d'en haut et, par conséquent, grandement desservi par des interventions « administratives » visant le financement des déficits publics et la subvention des secteurs prioritaires dans la mesure où celles-ci sont assez souvent stériles et peu appropriées aux situations. Selon McKinnon et Shaw, en obligeant les banques et les institutions financières à pratiquer des taux d'intérêt bas et parfois négatifs, la répression financière décourage l'épargne et nuit à l'accumulation du capital productif.

En général, on parle de « répression financière » chaque fois que le système financier doit obéir à une réglementation stricte et faire face à des restrictions multiformes imposées par le gouvernement concernant les activités des institutions financières.

Voici quelques unes des multiples contraintes imposées au système financier²:

- La fixation administrative des taux d'intérêt nominaux, sur les crédits et les dépôts, à des niveaux très bas (inférieurs à ceux du marché) * ;
- L'octroi de crédits à des secteurs déterminés, avec des taux préférentiels pour certains d'entre eux ;

¹ Bernou N., et Grondin M. (2001), "Réconciliation entre libéralisation financière et croissance économique dans un système fondé sur la banque", *Centre National de la Recherche Scientifique*, Université Lumière Lyon 2, *Working Paper*, No. 01-12, p 4.

² Andrew A. W. (2006), "The stock markets: between the imperatives of economic transformation and financial liberalization and their requirements of development ", *Dar Al-Fikr Al Jamiai*, Alexandria, Egypt, p 196-195 (Reference in Arabic).

* La fixation administrative des taux d'intérêt bas est la caractéristique principale d'une économie financièrement réprimée. Elle permet à l'Etat de se financer à moindre coût ; en contrepartie, elle entraîne une diminution du niveau de l'épargne et de l'investissement.

- 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 les titres financiers publics avec un faible rendement ;
- L'imposition de contraintes rigoureuses sur la liberté d'entrée dans le système financier en général, et le secteur bancaire en particulier ;
- L'imposition de contraintes rigoureuses sur la volatilité des capitaux internes et externes et ce afin de protéger le système financier.

La politique du plafonnement des taux d'intérêt nominaux à des niveaux bas peut entraîner des taux réels négatifs avec un effet défavorable sur l'épargne financière et les décisions d'investissement. McKinnon (1982) affirme que l'une des raisons de la répression financière est de donner au gouvernement le pouvoir de contrôle permanent des déficits fiscaux. Cho (1986)¹ justifie la répression financière par le fait que plusieurs pays en développement ont mal développé les marchés des actions couplées par la prépondérance des prêts bancaires dans le financement des entreprises.

Comme le souligne Dornbush et Reynoso (1989)², un système financier réprimé, spécifiquement si le taux d'inflation est fort et instable, se caractérise par le sous-développement et/ou le rendement négatif et instable de l'épargne enregistrés dans les canaux d'épargne. De leur côté, 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.

Un autre argument en faveur de la répression financière est fondé sur l'imperfection de l'information, caractéristique de la plupart des pays en développement³. Stiglitz (1993)⁴ affirme que l'utilisation des restrictions des taux d'intérêt et sa détermination à des niveaux faibles réduit l'épargne et semble être nuisible à la croissance économique.

¹ Cho, Y. J. (1986), "Inefficiencies from Financial liberalization in the Absence of Well- Functioning Equity Markets", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 18, No. 2, p 192.

² Dornbush R. et Reynoso A. (1989), "Financial Factors in Economic Development", *American Economic Review*, Vol. 79, No. 2, p 204.

³ Ayadi O. F., Adebite E. O. et Ayadi F. .S. (2008), "Structural Adjustment, Financial Sector Development and Economic Prosperity in Nigeria", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 15, p 320.

⁴ Stiglitz, J. E., Jaramillo-Vallejo J. et Park Y. C. (1993), "The Role of the State in Financial Markets", *World Bank Research Observer*, Annual Conference on Development Economics Supplement, p 14.

D'un autre côté, Roubini et Sala-i-Martin (1992) et De Gregorio (1993) mettent l'accent sur l'inflation qui constitue une taxe pour les détenteurs de monnaie, ce qui justifie la répression financière¹. De Gregorio (1993)², pour sa part, montre que l'inflation, liée au problème de la finance publique, réduit l'incitation à investir et, par conséquent, la croissance économique à long terme.

Le tableau (1.1) montre les différents critères de la politique de répression financière.

1.2.2 Les effets négatifs de la répression financière

Selon McKinnon et Shaw (1973), dans le cadre d'une économie financièrement réprimée, la fixation des taux d'intérêt au-dessous de leur valeur d'équilibre réduit l'épargne (baisse des dépôts bancaires) au profit de la consommation courante, fixe l'investissement au-dessous de son niveau optimal et détériore la qualité des investissements réalisés dans la mesure où les banques seront obligées de financer des projets liés à des secteurs à faibles rendements tels que le secteur agricole ou encore l'immobilier, etc. Ces mêmes auteurs confirment qu'un système financier en état de répression entrave sévèrement la croissance économique et ce, à cause du bas niveau de l'épargne plutôt qu'à cause du manque des opportunités d'investissement³.

Tableau 1.1 : Critères de la répression financière

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

Source : Ben Marzouka T. (2008), "Cours d'Economie Internationale", Institut de Financement du Développement du Maghreb Arabe, 26^{ème} Promotion, p45.

¹ Turunç G. (1999), "Développement du secteur financier et la croissance économique : le cas des pays émergents méditerranéens sur la période 1990-1995", *Revue Région et Développement*, No. 10-1999, p 105.

² De Gregorio J. (1993), "Inflation, Taxation and Long-Run Growth", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 31, No. 3, p 293.

³ Ayadi O. F. Adegbite E.O. et Ayadi F. S. (2008), op cit, p 319.

King et Levine (1993c)¹, quant à eux, précisent que la *politique de répression financière réduit les services proposés par le système financier aux épargnants, entrepreneurs et producteurs*. De ce fait, cette politique affecte négativement à la fois la sphère financière (*elle entrave 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)², le bas niveau des taux d'intérêts affecte négativement l'économie dans quatre sens :

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

1.2.3 Les conséquences de la répression financière dans les pays en développement

Vu l'importance du système financier en tant que source de financement et élément primordial dans la croissance économique, les gouvernements des pays, notamment ceux en développement, ont choisi la politique de l'interventionnisme. A leurs yeux, celle-ci est la plus apte à gérer le processus du développement financier et de la croissance économique.

Dans les pays en développement, le régime de répression financière, est marqué, par un degré d'interventionnisme étatique excessif sur les activités économiques, bancaires et financière, notamment. Il est aussi marqué par le fort protectionnisme sur le commerce extérieur et par des contrôles tarifaires importants sur le marché de biens et services. Dans les économies de ces pays, en plus du problème de disponibilité du crédit, il y a celui de son allocation, en raison des coefficients élevés des réserves obligatoires imposées aux banques, de la spécialisation des agences de crédit et de

¹ King R. G. et Levine R. (1993c), "Finance, entrepreneurship, and growth: theory and evidence", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, No. 3, p 517.

² Fry M. J., (1997), "In favour of financial liberalization", *The Economic Journal*, Vol. 107, No. 442, May, p 755.

l'administration des intérêts sur les dépôts et les crédits. Passif, le système bancaire des dites économies, ne tire sa raison d'être qu'en tant que principal instrument des gouvernements en matière de réalisation de programmes planifiés, fût-ce au prix de taux de crédit très faibles, voire nuls et de taux d'intérêt réels négatifs sur les dépôts dans un environnement où l'inflation est élevée et instable.

La politique de répression financière avait pour conséquence négative la fragilité des structures juridiques et institutionnelles du système financier des pays en développement et le manque de transparence dans l'activité¹. Elle avait, également, des répercussions négatives sur la collecte de l'épargne financière de façon suffisante et efficace ; empêchant, par là, la réalisation de taux croissance économique acceptables. De même, en raison des faibles opportunités de financement par le secteur bancaire formel, en particulier, les entreprises économiques privées, la politique suivie dans ces pays, a contribué à la prolifération du secteur informel.

1.2.4 La nécessité de réformer le système financier : la libéralisation, solution à la répression financière

Vu les multiples effets négatifs engendrés par la politique de répression financière, plusieurs pays, dont l'Algérie, ont vu la nécessité de réformer tout le système économique. Cette réforme devait trouver d'autres alternatives en matière d'allocation de l'épargne domestique et de promotion de l'investissement étranger direct et indirect. La base de la nouvelle stratégie à mettre en place est la libéralisation financière, plus particulièrement, la libéralisation des taux d'intérêt, de sorte que l'efficacité et l'optimisation des ressources soit garantie.

La solution adoptée par les économistes consiste, donc, à maintenir une politique de libéralisation du système financier² qui réduit le coût de l'accès au financement externe et favorise le développement de l'activité économique. Autrement dit, la mise en place d'une telle politique permet d'abandonner le régime de répression financière, jugé néfaste. Dans plusieurs pays en développement, où la libéralisation financière a été un ingrédient des programmes d'ajustement structurel, l'objectif était de libérer l'économie de la répression financière³.

¹ Andrew A. W. (2006), op cit, p 196.

² Bernou N., Grondin M. (2001), op cit, p 5.

³ Ayadi O. F., Adegbite E. O. et Ayadi F. .S. (2008), op cit, p 319.

2. La libéralisation financière : fondements théoriques

Plusieurs travaux théoriques et empiriques ont affirmé que les contraintes imposées aux systèmes financiers par les gouvernements ont généré des répercussions négatives sur l'ensemble du système économique. Ils confirment, ainsi, qu'une économie libéralisée se développe plus rapidement qu'une autre en état de répression. A partir de la fin des années 80, plusieurs pays en développement ont été embarqués, dans un programme intense de réformes visant essentiellement la libéralisation financière et ce, afin de maximiser les bénéfices associés au libre système du marché. Ces réformes se composent de quatre fronts principaux¹: les politiques des taux d'intérêt, de crédits, d'investissement et, enfin, la politique monétaire. Vu que la libéralisation des mouvements des capitaux soulève le problème crucial de la bonne gestion financière de l'économie, les gouvernements desdits pays ont commencé, à partir des années 90, à lever les restrictions imposées sur les transactions commerciales².

2.1 Le concept de la libéralisation financière

Dans leur thèse, McKinnon et Shaw (1973) ont sévèrement critiqué la situation de répression financière et prôné la libéralisation 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.

2.1.1 Définition de la libéralisation financière

La libéralisation financière est un processus impliquant un ensemble de mesures prises dans le but d'éliminer les restrictions imposées au secteur financier telles que la libéralisation du taux d'intérêt, l'élimination des restrictions imposées sur le compte de capital ou encore la réforme du secteur externe, etc. Elle a pour conséquence un accroissement significatif de la mobilité des capitaux entre pays et par conséquent un renforcement de la concurrence.

Elle doit avant tout favoriser le niveau d'épargne, en élargissant l'offre d'instrument d'épargne et en augmentant le rendement anticipé à travers des taux d'intérêt réels positifs ; elle assure, ensuite, l'efficacité des investissements. De même, les tenants de

¹ Arbeláez M. A. et Echavarría J. J. (2002), "Credit, Financial Liberalization and Manufacturing Investment in Colombia", *Inter-American Development Bank*, August, p 8.

² James H. (1999), "La libéralisation pourrait-elle faire marche arrière ?", *Revue Finance & Développement*, No. 36, Décembre, p 12.

la théorie de la libéralisation financière considèrent aussi les exigences de ratio de liquidités et de réserves obligatoires (autres instruments de la politique de répression financière) comme une taxe sur l'intermédiation financière qui accroît l'écart entre les taux d'intérêt sur les dépôts et ceux sur les prêts et réduit la taille du système financier¹. Ce processus suppose l'existence préalable d'un système financier en mesure de remplir des missions et des fonctions précises.

Considérée comme un instrument de réforme structurelle, la libéralisation du secteur financier peut accroître l'intermédiation bancaire. Cet accroissement de l'activité bancaire² peut entraîner la réduction des frais d'intermédiation entre prêteurs et emprunteurs grâce à la réalisation d'économies d'échelle, la facilité de l'accès des emprunteurs au fonds prêtables et enfin la diversification des risques.

Les différentes formes du processus de libéralisation financière sont les suivantes³:

- Libéralisation des taux d'intérêt (et suppression des plafonds imposés sur ces taux) en laissant les taux se déterminer selon l'offre et la demande ;
- Abandon de la politique sélective de crédit ;
- Assurance d'une liberté d'entrée et de sortie dans le marché bancaire ;
- Accroissement de l'utilisation des instruments indirects de la politique monétaire (les opérations d'open market) pour influencer sur l'offre monétaire ;
- Suppression des contraintes imposées sur le compte capital ;
- Garantie d'une forte structure judiciaire et financière.

Il est vrai que 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'Etat dans l'économie ; en fait, l'Etat est toujours obligé d'exercer son contrôle sur les activités économiques et financières⁴. A cet effet, l'intervention de l'Etat dans le secteur financier peut être exercée dans plusieurs directions⁵: la supervision des banques pour des raisons prudentielles, La propriété

¹ Kpodar K. (2006), "Développement financier, instabilité financière et croissance économique : implication pour la réduction de la pauvreté", Thèse de Doctorat en sciences économiques, sous la direction de Guillaumont Jeanneney Sylviane, Université d'Auvergne, p 83.

² Venet B. (1996), "Libéralisation financière et développement économique : une revue critique de la littérature", *CREFED-CERPEM*, Université Paris IX Dauphine, p 5.

³ Andrew A. W. (2006), op cit, p 198.

⁴ Andrew A. W. (2006), op cit, p 206.

⁵ Pill H. et Pradhan M. (1997), "Financial Liberalization in Africa and Asia", *Finance & Development*, June, p 8.

étatique de quelques banques et la place du gouvernement comme emprunteur majeur. Dans la même optique, Saoussen Ben Gamra (2006)¹ 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* ». De même, Guillaumont et Kpodar (2004), ont recommandé qu'en termes de politique économique, le développement du secteur financier doit être encouragé, mais il est souhaitable qu'il soit le plus régulier possible. Cela signifie qu'une politique de libéralisation financière ne doit pas être menée dans n'importe quelle condition².

En résumé, la politique de libéralisation des services financiers a été conclue, par les gouvernements, comme une fin en soi, dans l'espoir d'apporter à leurs économies des avantages importants. Ladite politique est intéressante à plusieurs niveaux³:

- Premièrement, l'efficacité accrue du secteur financier due à une plus forte concurrence devrait se traduire par une réduction des coûts, une meilleure qualité et un choix plus vaste des services financiers ;
- Deuxièmement, la libéralisation devrait accroître les possibilités d'intermédiation financière et d'investissement et ce, grâce à une meilleure allocation des ressources entre les secteurs ainsi que de meilleurs moyens de gestion des risques ;
- Troisièmement, l'ouverture de l'économie va inciter les gouvernements à améliorer leur gestion macro-économique, leur intervention sur le marché intérieur du crédit et la réglementation et le contrôle du secteur financier.

2.1.2 Les objectifs de la libéralisation financière

Les objectifs de la politique de libéralisation du secteur bancaire peuvent être résumés comme suit : (i) allocation optimale de l'épargne locale et étrangère, ce qui permet de financer l'économie à travers l'augmentation des taux d'investissement ; (ii) possibilité d'atteindre des taux d'intérêt permettant d'équilibrer l'offre et la demande de

¹ Ben Gamra S. et Clévenot M. (2006), "Libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents : la prégnance du rôle des institutions", *CEPN CNRS Working paper*, Université Paris 13, No. 08, p 4.

² Eggoh C. J. (2008), "Développement Financier, Instabilité Financière et Croissance Economique : Un Réexamen de la Relation", Colloque du GDR CNRS 2989 « Economie du développement et de la transition », 3 et 4 juillet, p 7.

³ De Vauplane H. et Bornet J-P. (1998), "*Droit des marchés financiers*", Editions Litec, Paris, p 1010.

fonds prêtables ; et (iii) création d'une relation entre les marchés financiers locaux et étrangers pour attirer les fonds nécessaires au financement de l'investissement ;

Le tableau (1.2) montre les différentes mesures prises et les objectifs de la libéralisation financière concernant le système financier interne et externe.

2.1.3 Les formes de la libéralisation financière

Le contenu du concept de libéralisation financière peut être appréhendé à deux niveaux: volet interne et volet externe de la libéralisation.

2.1.3.1 Libéralisation financière interne

Celle-ci se traduit par :

- La libéralisation des taux d'intérêt bancaires (débiteurs et créditeurs) c'est-à-dire, l'abolition du système de détermination administratif ; une marge plus importante donnée aux banques dans la détermination des taux d'intérêt ;

Tableau 1.2 : Mesures et 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 ; - Privatisation ; - 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 à 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 (Banques, sociétés 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 : Ben Marzouka Tahar, op cit, p 45.

- L'abolition des politiques d'encadrement de crédits bancaires préférentiels à certains secteurs économiques jugés prioritaires ;
- La diminution des réserves obligatoires que les banques commerciales doivent sauvegarder auprès de la banque centrale ;
- 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 là, la sphère financière.

2.1.3.2 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 des contraintes imposées sur les transactions du compte 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 courantes et/ou en capital ;
- L'abolition des contraintes imposées sur l'investissement direct, ce qui donne aux institutions privées, des facilités leur permettant de pénétrer le marché local.

Par ailleurs, selon *Ben Gamra et Clévenot (2006)*¹, le processus de libéralisation financière comporte trois aspects fondamentaux : la dérégulation du secteur financier interne, la libéralisation des marchés financiers et l'ouverture du compte de capital.

▪ **La libéralisation du secteur financier interne** : Elle concerne trois variables, à savoir, les taux d'intérêt, les crédits et réserves obligatoires et la concurrence bancaire.

i. La libéralisation des taux d'intérêt comporte l'élimination du contrôle, la fixation et le plafonnement des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs.

ii. La libéralisation des crédits concerne l'élimination du contrôle, leur orientation vers les secteurs prioritaires, le plafonnement des crédits pour d'autres secteurs et la réduction ou la suppression des réserves obligatoires.

iii. La libéralisation de la concurrence bancaire conduit à la suppression des limites entravant l'installation des banques domestiques et étrangères et leur participation ; de même, elle met un terme aux restrictions liées à la spécialisation des banques et à l'établissement des banques universelles.

▪ **La libéralisation des marchés financiers** : Elle supprime les restrictions privilégiant la détention par les investisseurs étrangers de titres des compagnies domestiques cotées sur le marché des titres comme elle élimine les contraintes au rapatriement du capital et au versement des dividendes, des intérêts et des bénéfices.

¹ Ben Gamra S. et Clévenot M. (2006), op cit, p 10.

▪ **L'ouverture du compte de capital** : Grâce à cette opération, les obstacles empêchant les banques et autres institutions financières d'effectuer des emprunts à l'étranger sont levés. Elle signe également l'arrêt du contrôle exercé sur le taux de change appliqué aux transactions relatives au compte courant et au compte capital et donne, enfin, le feu vert à la libéralisation des flux de capitaux.

2.1.4 Les étapes de la libéralisation financière

2.1.4.1 Libéralisation totale

Cette méthode se base sur l'application simultanée de toutes les étapes de 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 financiers interne et externe (libéralisation des taux d'intérêt bancaires, abolition des politiques de l'encadrement de crédits bancaires, libéralisation du commerce extérieur, etc.)¹. Cette libéralisation a eu des effets positifs sur l'investissement et la performance macroéconomique sur le court terme, mais, sur le long terme, elle a été marquée par de graves crises financières.

Cho (1986)² 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 capital.

Tableau 1.3 : Critères de la libéralisation financière totale

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

Source : Ben Marzouka Tahar, op cit, p 51.

2.1.4.2 Libéralisation graduelle

¹ Andrew A. W. (2006), op cit, p 202.

² Cho, Y. J. (1986), op cit, p 192.

Elle correspond à l'application de la politique de libéralisation financière par étapes à toutes les restrictions imposées auparavant sur les activités économiques et financières. Contrairement à la libéralisation totale, celle appliquée graduellement peut avoir des effets positifs sur les économies et éviter les crises financières et économiques¹.

Tableau 1.4 : Critères de la libéralisation financière partielle

Système financier domestique	Marché boursier	Compte capital
<p><u>Les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs :</u> Contrôle partiel des taux d'intérêts créditeurs et débiteurs.</p>	<p><u>Acquisitions de capitaux par les investisseurs étrangers :</u> 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.</p>	<p><u>Financement externe :</u> Les banques et les sociétés peuvent recourir librement au financement extérieur sous certaines conditions. Les réserves obligatoires sont fixées entre deux taux déterminés. Certaines restrictions sont imposées pour quelques secteurs spécifiques.</p>
<p><u>Autres indicateurs :</u> L'encadrement du crédit est effectué selon le degré de solvabilité de l'entreprise (subventions pour certains secteurs prioritaires). Les dépôts de devises ne sont pas autorisés.</p>	<p><u>Rapatriement de capital, dividendes et intérêts :</u> 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.</p>	<p><u>Taux de change et autres restrictions :</u> Des taux de change spécifiques sont imposés pour les transactions portant sur le compte courant et le compte capital. Quelques restrictions sont imposées aux sorties de capitaux.</p>

Source : Ben Marzouka Tahar, op cit, p 52.

Selon un rapport établi par la Banque Mondiale (1989) à propos du développement économique à travers le monde, la libéralisation du système financier doit suivre un rythme moyen, ni trop rapide ni trop lent. En effet, une libéralisation trop rapide pourrait entraîner de lourdes pertes aux entreprises alors qu'en cas de libéralisation trop lente, celles-ci seraient confrontées à des coûts surélevés face à la persistance de l'inefficacité financière.

2.2 Les travaux élaborés sur la libéralisation financière

2.2.1 Les travaux de McKinnon et Shaw (1973)

2.2.1.1 Les travaux de McKinnon (1973)

L'analyse de McKinnon est considérée comme une continuité de la théorie de Gurley et Shaw (1960) concernant le rôle central que joue l'intermédiation financière dans l'allocation des ressources et l'orientation de l'épargne vers l'investissement.

¹ Andrew A. W. (2006), op cit, p 203.

McKinnon a montré, dans son modèle, que le taux d'intérêt réel sur les dépôts est l'élément essentiel. Il justifie la diminution des niveaux d'épargne dans les pays en développement par les restrictions imposées au système financier par les gouvernements de ces pays. En outre, dans son analyse, McKinnon souligne que la constitution de l'épargne financière joue un rôle fondamental ; celle-ci constitue un préalable incontournable à tout investissement qui détermine la croissance économique.

McKinnon considère que nombre d'économies en voie de développement, qualifiées de « fragmentées », sont victimes de distorsions profondes et durables dans leur fonctionnement. Cette fragmentation équivaut à une situation de non existence d'intégration géographique des marchés. Dans cette situation, tous les secteurs économiques se basent sur l'autofinancement de leurs investissements. Cet auteur a, ainsi, souligné l'importance de l'indivisibilité des investissements dans le cas où épargnants (ménages) et investisseurs se confondent dans l'autofinancement. Dans ce cas, la monnaie et le capital physique deviennent complémentaires ; autrement dit, si le rendement réel de la détention de monnaie augmente (grâce à un système financier plus compétitif et plus développé), alors une part significative des occasions d'investissements sera autofinancée.

2.2.1.2 Les travaux de Shaw (1973)

Suite aux travaux de McKinnon (1973), E. Shaw a publié en 1973 son livre intitulé "*Financial Deepening in Economic Development*". Dans ce livre, il a montré que le développement financier est une condition nécessaire pour réaliser un niveau de croissance économique élevé ; cela passe obligatoirement par l'abandon des politiques de répression financière. Dans ce contexte, la libéralisation financière consiste à faire tendre les marchés financiers vers la perfection. L'analyse de Shaw ne souffre donc d'aucune ambiguïté ; elle montre clairement les effets négatifs de l'interventionnisme de l'Etat (politique de répression financière), notamment en ce qui concerne l'allocation des ressources. Shaw a abouti aux mêmes conclusions que McKinnon ; il a conclu que la répression financière est nuisible à la croissance économique et la libéralisation financière (qui se traduit par une augmentation des taux d'intérêt réels) ouvre la voie à de meilleures allocations de l'épargne en élargissant et en diversifiant les marchés financiers sur lesquels les opportunités d'investissement se font concurrence pour obtenir le flux d'épargne. Les deux auteurs mettent l'accent sur le rôle central des

intermédiaires financiers qui, dans le cadre d'un marché financier parfait, sont susceptibles d'assurer une allocation optimale des ressources.

En définitive, on peut avancer que McKinnon et Shaw (1973), étaient contre la répression financière qui a caractérisé la majorité des pays en développement, durant les années 50 et 60. Ils lui préfèrent la libéralisation financière dont l'objectif central est de lever toutes les restrictions imposées par les gouvernements quant au fonctionnement des banques et des institutions financières, à l'exemple des plafonnements des taux d'intérêt, de l'encadrement des crédits, et du maintien des réserves obligatoires très élevées. Ces restrictions constituant un obstacle de taille pouvant empêcher le développement financier.

2.2.1.3 Autres travaux sur la libéralisation financière

Depuis la contribution des deux pionniers (McKinnon et Shaw 1973), plusieurs économistes ont, par la suite, tenté de vérifier la validité de leurs thèses, selon lesquelles un système financier libéralisé joue un rôle positif dans le financement de l'économie. La première génération de ces économistes *Kapur (1976)*, *Galbis (1977)*, *Mathieson (1979, 1980)* s'attache à mobiliser les contributions de McKinnon et Shaw qui ont apporté de nouveaux fondements au concept de libéralisation financière. Quant à la seconde génération *Roubini et Sala-i-Martin (1992)*, *King et Levine (1993)* et *Pagano (1993)*, elle s'est efforcée à poursuivre les recherches entamées par les prédécesseurs et a essayé de faire apparaître les inconvénients que présente la répression financière sur l'économie d'un pays et les avantages que peut apporter la libéralisation financière.

En somme, les conclusions des différents travaux qui ont suivi ceux de McKinnon et Shaw sont identiques à leurs devanciers : le secteur financier doit pouvoir fonctionner dans un environnement concurrentiel parfait de manière à assurer l'allocation optimale de l'épargne et favoriser l'investissement ; ceci permet de stimuler la croissance économique du pays.

2.3 Les critiques de la politique de libéralisation financière

Plusieurs travaux ont considéré que la politique de libéralisation financière est une solution à la répression financière, jugée néfaste pour n'importe quelle économie du fait qu'elle entrave le développement du système bancaire et financier. Par contre, plusieurs critiques ont été avancées sur cette politique de libéralisation, à l'instar de J. Stiglitz qui considère que les marchés financiers ne sont pas efficaces et qu'il existe ce qu'il a

appelé l'imperfection des informations. Les plus importantes critiques sont celles avancées par les Post-Keynésiens et les Néo-Structuralistes.

2.3.1 Les critiques des néo-keynésiens

A leur tour, les post-keynésiens ont critiqué la théorie de la libéralisation financière des néoclassiques. Pour ces derniers, les marchés ne sont pas nécessairement auto-équilibrés, ce qui a pour conséquence de maintenir un faible taux d'intérêt qui peut réduire les coûts de l'investissement et accroître la production par la suite. *Burkett et Dutt (1991)*¹ ont traité l'effet de la libéralisation financière dans le contexte d'une économie caractérisée par un sous emploi de ses capacités de production. Dans une étude empirique effectuée par ces deux auteurs sur le Chili, ils ont trouvé que sous des conditions de sous emploi des capacités de production, la politique de libéralisation financière ne produit que des impacts négatifs sur la croissance économique. Ils ont montré que le processus de libéralisation n'a pu stimuler ni les niveaux d'investissement ni la croissance économique. Ainsi, bien que la libéralisation financière ait un effet sur l'épargne, celle-ci est, plutôt, orientée sur des activités moins productives telles que la spéculation sur les marchés d'actions et l'importation de biens de consommation de luxe.

2.3.2 La libéralisation financière et l'inefficience des marchés financiers

L'approche de McKinnon et Shaw est fondée sur l'hypothèse implicite que le marché financier est un marché parfait, or lorsque les marchés sont imparfaits et qu'ils subsistent des phénomènes importants d'asymétrie d'information (aléa moral et sélection adverse), la libéralisation financière peut s'avérer inefficace ou même néfaste pour la croissance économique. Dans ce contexte, Stiglitz et Weiss (1981) ont montré que le taux d'intérêt que l'emprunteur est disposé à payer constitue un véritable signal pour la banque. En effet, il renseigne l'intermédiaire sur la probabilité de défaillance de l'emprunteur : plus ce dernier est disposé à payer un taux d'intérêt important, plus son investissement est risqué et donc plus sa probabilité de défaillance est élevée. Ainsi, au fur et à mesure que le taux d'intérêt réel prêteur s'accroît, le risque moyen des

¹ Burkett, P. et Dutt, A. K. (1991), "Interest Rate Policy, Effective Demand, and Growth in LDC's", *International Review of Applied Economics*, Vol. 5, No. 2, p 145.

emprunteurs augmente également et les profits bancaires anticipés diminuent en conséquence.

En raison, donc, des problèmes d'asymétrie d'information qui entraînent, en particulier, les phénomènes d'anti-sélection et d'aléa moral, Stiglitz a fortement critiqué la libéralisation financière et défendu la répression financière. Il a soutenu que la baisse du taux d'intérêt est le garant d'une meilleure qualité de demandeurs de crédits et que la répression financière accroît la rentabilité des entreprises puisqu'elle leur permet de se financer à faible coût.

2.3.3 Les structuralistes et le rôle du secteur financier informel

Contrairement aux modèles néo-classiques (McKinnon et Shaw) qui défendent la hausse des taux d'intérêt, l'ouverture du compte du capital, la dérégulation du système bancaire et financier et le retrait de l'intervention publique ; et estiment que la libéralisation financière est un moyen efficace pour accélérer la croissance économique des pays en développement, les modèles néo-structuralistes (Taylor 1983, Van Wijnbergen 1983), contestent le bien-fondé de cette politique. Ces nouveaux modèles soulignent l'importance du maintien des taux d'intérêt à un niveau faible pour relancer l'investissement, défendent la régulation interne pour éviter les placements spéculatifs des ressources collectées, s'opposent à une ouverture financière complète pour protéger l'économie des risques de change et défendent le rôle actif et régulateur de l'Etat.

Les critiques néo-structuralistes reposent sur deux hypothèses fondamentales, à savoir, l'efficacité du secteur informel dans l'allocation des ressources et la constitution des réserves obligatoires par le secteur bancaire qui représente selon Kapur (1992) un gage de liquidité à court terme et donc accroît la sécurité du système bancaire. Elles ont mis en évidence les effets négatifs d'une hausse des taux d'intérêt, conséquence directe de la libéralisation financière.

2.4 Les conditions préalables à la réussite de la libéralisation financière

Sous l'égide des organisations internationales (FMI et Banque Mondiale) et l'impulsion de la puissante 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 extérieur et amorcer une croissance et un

développement durable. En outre, il reste encore difficile d'identifier les conditions financières, institutionnelles et économique-politiques communes et universelles pour mener à bien une politique financière libérale, vu la particularité et la spécificité du système financier de chaque économie.

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 Shaw, la réussite du processus de libéralisation financière dépend de la vérification des trois hypothèses suivantes : (i) l'approfondissement effectif du secteur financier, (ii) l'instauration d'une relation positive entre les taux d'intérêt et l'épargne, (iii) la complémentarité parfaite entre encaisses monétaires et investissements.

Ce même auteur (McKinnon) a souligné, en 1991, qu'un contrôle monétaire et budgétaire doit intervenir avant d'entamer des politiques de libéralisation financière¹. Selon Fry (1997), l'expérience internationale indique qu'il y a cinq conditions préalables à la réussite de la libéralisation financière²:

- Une régulation prudentielle adéquate et une supervision des banques commerciales ;
- Un degré raisonnable de stabilité des prix ;
- Une discipline fiscale qui assure l'assouplissement de la dette publique et permet d'atténuer les pressions inflationnistes dues au financement du déficit budgétaire.
- Une maximisation du profit et l'adoption d'un comportement compétitif par les banques commerciales ;
- Un système fiscal qui n'impose pas de mesures discriminatoires implicites ou explicites sur l'activité des intermédiaires financiers.

En somme, plusieurs conditions sont nécessaires à la réussite des politiques de libéralisation financière. Parmi les conditions initiales, on peut retenir les suivantes³:

- Une structure macroéconomique stable caractérisée par la diminution des taux d'inflation et du déficit budgétaire du pays ;
- Une structure institutionnelle, organisationnelle et judiciaire adéquate ;

¹ McKinnon R. I. (1991), "Financial Control in the Transition from Classical Socialism to a Market Economy", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5, No. 4, (Autumn, 1991), p 121.

² Fry M J (1997), op cit, p 759.

³ Andrew A. W. (2006), op cit, p 199-205.

- Une libéralisation partielle du secteur financier domestique et étranger accompagnée du contrôle étatique.

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. L'accord des économistes concerne quatre séquences de la libéralisation financière (tableau 1.5)¹ : la première et la seconde séquence ont trait respectivement à la libéralisation du secteur réel domestique et à la libéralisation du secteur financier local. La troisième et la quatrième séquence, pour leur part, se rapportent respectivement à la libéralisation des opérations courantes et à la libéralisation des mouvements de capitaux.

Tableau 1.5 : Les étapes de libéralisation économique et financière

Secteur	Interne	Externe
Réel	<p>Etape 1</p> <ul style="list-style-type: none"> - Stabilisation macroéconomique ; - Libéralisation des prix ; - Levée des taxes implicites et explicites ainsi que des subventions ; - Privatisation. 	<p>Etape 3</p> <ul style="list-style-type: none"> - Libéralisation des opérations courantes (levée des barrières commerciales) ; - Création d'un marché de change et convertibilité externe de la monnaie.
Financier	<p>Etape 2</p> <ul style="list-style-type: none"> - Restructuration et privatisation du système bancaire domestique ; - Création ou réactivation du marché monétaire. 	<p>Etape 4</p> <ul style="list-style-type: none"> - Levée du contrôle des mouvements des capitaux ; - Convertibilité totale de la monnaie.

Source : Amaira B. (2006), "Les conditions préalables à la réussite des réformes financières au sein des pays émergents", *23èmes Journées d'Economie Monétaire et Bancaire*, Lille, 22 et 23 juin, p 4.

Donc, la réussite de la politique de libéralisation financière considérée comme essentielle pour la réalisation du projet d'intégration économique entre les différents blocs et, par conséquent, elle est essentielle à la croissance économique, est tributaire des conditions initiales et d'un ordonnancement optimal à respecter. De plus, afin que la libéralisation soit la plus fructueuse possible, il est important de déterminer avec précision le rythme à lui imprimer en fonction des spécificités du pays qui veut l'appliquer, le choix étant permis entre une libéralisation rapide et totale et une autre partielle et progressive.

¹ Amaira B. (2006), "Les conditions préalables à la réussite des réformes financières au sein des pays émergents", *23èmes Journées d'Economie Monétaire et Bancaire*, Lille, 22 et 23 juin, p 4.