

LIBÉRALISATION FINANCIÈRE ET DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE : UNE REVUE CRITIQUE DE LA LITTÉRATURE

BAPTISTE VENET *

Du point de vue théorique, le concept de libéralisation financière apparaît au début des années 70 dans les écrits de *R.I. Mc-Kinnon* (1973) et *E. Shaw* (1973). Ces deux auteurs présentent la libéralisation du secteur financier comme un moyen efficace et simple pour accélérer la croissance économique des pays en voie de développement¹. Cette théorie trouve rapidement un écho favorable, tant auprès des grands organismes internationaux (F.M.I., Banque Mondiale) qu'auprès de certains pays en voie de développement. Elle séduit par la simplicité de sa mise en oeuvre. Dès la fin des années 70, un certain nombre de pays d'Amérique Latine (Argentine, Chili, Uruguay) mettent en place une politique de libéralisation financière. Des pays du Sud-Est Asiatique (Corée du Sud, Taiwan) leur emboîtent le pas au début des années 80.

Pourtant, à la même époque, *L. Taylor* (1983) et *S. van Winjbergen* (1983) commencent à contester le bien-fondé de la libéralisation financière. S'appuyant sur une vision plus structurelle de l'économie, ils veulent démontrer qu'une telle politique ne conduit qu'à un ralentissement de la croissance économique.

Quels sont les fondements de cette polémique ? Comment les tenants de la libéralisation financière justifient-ils sa mise en place ? *A contrario*, sur quoi les néo-structuralistes s'appuient-ils pour affirmer qu'une telle politique a une influence négative sur la croissance économique ? La situation économique des pays en voie de développement qui ont libéralisé leur secteur financier s'est-elle améliorée ? S'est-elle, au contraire, détériorée ? Enfin, en quoi les résultats empiriques ont-ils pu conduire à un réexamen du concept de libéralisation financière ?

Dans une première partie, nous présenterons une analyse critique des deux théories concurrentes. Il s'agira, notamment, de déterminer si elle

87

* CREFED-CERPEM - Université Paris IX Dauphine.

¹ Si la corrélation positive entre développement financier et développement réel semble largement vérifiée, le sens de la causalité de la relation n'a pas encore pu être déterminé avec certitude.

sont foncièrement incompatibles ou si, au contraire, elles n'admettent pas un certain nombre de points communs. Dans une seconde partie, nous rendrons compte des résultats des politiques de libéralisation financière dans les différents pays dans lesquels elles ont été mises en place. Nous verrons aussi comment ces résultats ont conduit à une évolution du concept de libéralisation financière.

I. 1 - Les approches théoriques de la libéralisation financière

L'approche de Mac-Kinnon/Shaw

Dans de nombreux pays en développement, il n'existe que peu ou pas de marchés financiers d'actifs publics ou privés. En conséquence, le secteur bancaire est amené à jouer un rôle considérable dans le processus d'allocation des ressources. A ce titre, les gouvernements le considèrent, très souvent, comme un secteur stratégique. Ils cherchent donc 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 telles que la fixation des taux d'intérêt au dessous de leur niveau d'équilibre de marché (pour des secteurs considérés comme prioritaires) ou la constitution de réserves obligatoires permettant à l'Etat de financer son déficit budgétaire à faible coût. Cette «répression financière», selon Mac-Kinnon, Shaw et leurs héritiers, conduit à un ralentissement de la croissance économique.

88

I-1-1 Pourquoi libérer le secteur bancaire formel de ses contraintes ?

L'école de la «répression financière» s'est constituée autour des travaux fondateurs de R.I. Mac-Kinnon et E. Shaw.

Mac-Kinnon se situe d'abord dans le cadre d'une économie «fragmentée»² où, compte-tenu du «manque de marchés financiers organisés [...], toutes les unités économiques sont réduites à l'autofinancement, sans qu'il soit besoin de faire une distinction entre les épargnants (ménages) et les investisseurs (entreprises). Ces entreprises-ménages ne se prêtent pas ou ne s'empruntent pas les unes aux autres»³. L'investissement, supposé indivisible, est donc totalement autofinancé et nécessite une accumulation (épargne) préalable. Celle-ci peut prendre deux formes distinctes : une épargne sous forme d'actifs réels improductifs (qui rapporteront, au mieux, le taux d'inflation anticipé) ou une épargne sous forme d'encaisses moné-

² La fragmentation est définie comme le fait que «les entreprises et les ménages sont tellement isolés qu'ils doivent faire face à des prix effectifs différents pour la terre, le capital et les marchandises et qu'ils n'ont pas accès aux mêmes technologies» (1973, p 5).

³ 1973, p 56

taires réelles (dépôts bancaires). L'épargne sous forme de dépôts bancaires, i.e. l'épargne financière, est supposée être une fonction croissante de sa rémunération réelle, i.e. du taux d'intérêt servi sur les dépôts : plus ce taux est élevé et plus l'incitation à investir est grande. De fait, les encaisses réelles jouent un rôle de « conduite » dans la formation du capital : monnaie et capital seraient *complémentaires* plutôt que substituables⁴. L'apport fondamental de la théorie de Mac-Kinnon se situe dans cette reformulation de la demande de monnaie. En fait, il décrit la situation d'une économie peu monétarisée. Accroître le taux d'intérêt réel (grâce à une augmentation du taux d'intérêt nominal et/ou à une diminution de l'inflation) permet d'enclencher un processus de monétarisation de l'économie via la création d'un marché de l'épargne. La logique habituelle s'inverse : ce n'est plus le marché qui détermine le prix, c'est le prix qui crée le marché ! Pourtant, il convient de s'interroger sur le rôle et le statut des intermédiaires financiers dans ce modèle. En effet, les « banques » de Mac-Kinnon, compte-tenu de l'hypothèse d'autofinancement, n'exercent pas d'activité de crédit : elles se bornent à collecter l'épargne, à la rémunérer et à la rendre à leurs propriétaires. Si les banques ne prêtent pas, comment peuvent-elles rémunérer leurs dépôts ? A partir de quelles ressources ? Mac-Kinnon ne répond pas à cette question. Il suppose l'existence préalable d'un secteur « bancaire » dont l'activité de prêts est, par définition, inexistante. La monnaie est externe dans la mesure où l'emprunt auprès du secteur bancaire est impossible. Dans la suite de l'ouvrage (à partir du 7^e chapitre), les intermédiaires financiers retrouvent leurs fonctions traditionnelles : la collecte des dépôts, mais aussi l'activité de prêts. Mac-Kinnon n'explique malheureusement pas à son lecteur comment on passe du système d'autofinancement au système de financement intermédié.

Dans son modèle « d'intermédiation de la dette », Shaw montre que la hausse du taux servi sur les dépôts, en encourageant la demande de dépôts des agents, accroît la capacité de crédits du secteur bancaire. Cela stimule l'investissement qui est financé de façon externe. Les deux approches sont donc quelque peu différentes : Mac-Kinnon décrit les effets d'une augmentation des taux d'intérêt réels comme un moyen de monétariser une économie « primitive », alors que Shaw raisonne d'emblée dans le cadre d'une économie monétarisée où les banques sont déjà des intermédiaires financiers potentiels. Pour reprendre la typologie de *Gurley et Shaw* (1960), Mac-Kinnon se place dans le cadre d'une économie où le

⁴ Dans le cas de la substituabilité, la monnaie est considérée comme une richesse qui entre en concurrence avec les autres actifs (dont le capital) du portefeuille des producteurs et des consommateurs.

développement financier n'en est encore qu'au premier stade (monnaie externe), alors que l'économie du modèle de Shaw a déjà atteint le second stade de développement financier (monnaie interne). Cette distinction et le problème posé par l'existence d'intermédiaires financiers dans la phase de monétarisation de l'économie chez Mac-Kinnon, font que «l'approche de Mac-Kinnon/Shaw» ne se réduit, très souvent, qu'au seul modèle de Shaw.

On peut résumer ainsi les effets de la répression financière lorsque la monnaie est interne. 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 qualité 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. 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.»⁵.

90

Les effets de la fixation des taux d'intérêt au dessous de leur niveau d'équilibre peuvent être résumés dans le graphique de la page suivante :

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 réel (r). Chaque fonction d'épargne est représentée en fonction d'un 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 se 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 en I_1 , ce qui permet un investissement de I_1 . Une partie de la demande d'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, pourtant, pourrait se révéler profitable. Bien plus, on peut raisonnablement supposer que les projets financés auront un taux de rendement juste supérieur au taux d'intérêt réel r_1 . En effet, l'existence d'un rationnement du crédit peut conduire les banques à adopter un comportement de prudence excessif, c'est à dire à préférer financer des projets peu risqués, donc peu rentables. 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 d'investissement insatisfaite ne disparaît qu'à la condition que r se fixe à r^* , i.e. que l'administration à la baisse des taux disparaisse. Le taux de croissance de l'économie se fixe alors en g_3 .

L'analyse de Mac-Kinnon/Shaw vise donc à montrer que, dans le cadre d'une économie réprimée financièrement, la fixation des taux 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 ;
- 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 (production agricole...).

Dans ce contexte, libérer le secteur financier, i.e. accroître le niveau des taux d'intérêt réels servis sur les dépôts (par une augmentation des taux nominaux ou par une baisse de l'inflation) va stimuler l'accumulation d'encaisses monétaires (i.e. l'épargne) et donc permettre la croissance de l'investissement. Cela devrait aussi permettre d'accroître l'intermédiation bancaire ; d'où une réduction des frais d'intermédiation entre prêteurs et

emprunteurs grâce à la réalisation d'économies d'échelle, une meilleure diversification du risque, un accès facilité des emprunteurs au fonds prêtables...

Les modèles initiaux de Mac-Kinnon et Shaw ont été repris et enrichis par un grand nombre d'auteurs.

Kapur (1976) fut un des premiers à compléter l'analyse en l'intégrant dans un modèle dynamique. Il conclut qu'il est préférable d'accroître le taux nominal servi sur les dépôts plutôt que de réduire le rythme de croissance de la masse monétaire. En effet, la première solution permet d'atteindre simultanément deux objectifs : la réduction de l'inflation (grâce à une diminution de la demande de monnaie) et la stimulation directe de l'épargne.

Galbis (1977), quant à lui, construit un modèle à deux secteurs : un secteur «traditionnel» où le rendement du capital est constant et faible et un secteur «moderne» où le rendement du capital est aussi constant mais plus élevé. Le premier secteur autofinance totalement ses investissements (il n'a pas accès au crédit bancaire), tandis que le second les finance par son épargne et par les prêts bancaires (eux mêmes déterminés par l'importance des dépôts bancaires). Dans le modèle, la libéralisation financière (hausse des taux réels servis sur les dépôts) conduit à un accroissement de la productivité moyenne de l'investissement dans la mesure où elle permet un déplacement de l'épargne du secteur traditionnel vers le secteur moderne.

Vogel et Buser (1976) reprennent l'hypothèse de complémentarité monnaie/capital de Mac-Kinnon en l'intégrant dans un modèle d'analyse en termes de risque/rendement. Les deux auteurs introduisent explicitement un troisième actif qui prend la forme de stocks de biens finis ou semi-finis considérés comme des valeurs-refuges contre l'inflation. Alors que Mac-Kinnon/Shaw s'attachent à considérer la répression financière comme le fait que le rendement réel de la monnaie (différence entre taux nominal sur les dépôts et inflation) est réprimé, Vogel et Buser la décrivent en terme de risque croissant attaché à ce même rendement, i.e. à la variabilité croissante du taux nominal servi sur les dépôts et/ou de l'inflation. D'où l'idée que la libéralisation financière peut prendre deux formes :

- une augmentation du rendement réel de la monnaie (Corée du Sud) ;
- une stabilisation du niveau du rendement réel, i.e. une baisse du risque attaché à la détention de monnaie (Brésil).

Mathieson (1979), quant à lui, construit un modèle de libéralisation financière en économie ouverte. L'idée principale consiste à tenir compte des variations possibles du taux de change réel induites par la libéralisation financière. En effet, l'augmentation des taux d'intérêt réels consécutive à la levée de la répression financière peut susciter de très importantes

entrées de capitaux. Celles-ci sont essentiellement dues au comportement des entreprises domestiques. En effet, la libéralisation financière, qui renchérit de manière importante le coût du crédit, peut pousser les entreprises à emprunter à l'extérieur du pays. On peut donc assister à des entrées massives de capitaux (type Corée du Sud dans les années 60 ou Chili dans les années 70) propres à alimenter des pressions inflationnistes. Dans un système de change fixe, et dans la mesure où la balance globale des paiements devient excédentaire suite à des entrées de capitaux, on assiste à une augmentation automatique (en l'absence de politique de stérilisation) de l'offre de monnaie, phénomène générateur d'inflation⁶. Cette hausse des prix réduit le niveau des taux d'intérêt réels, ce qui peut provoquer une nouvelle hausse des taux nominaux. Pour éviter ce problème, Mathieson préconise une dévaluation importante (overdepreciation) de la monnaie pour accompagner la politique de libéralisation financière. Cette dévaluation viendra réduire les entrées de capitaux, et donc, la hausse non désirée des taux d'intérêt.

Enfin, des modèles récents viennent enrichir l'approche initiale de Mac-Kinnon/Shaw. C'est le cas, notamment, des travaux de *N. Roubini et X. Sala-i-Martin* (1992).

Leur modèle vise à étudier les conséquences des distorsions exogènes sur les marchés financiers (en particulier, l'existence d'une répression financière) sur la croissance de long-terme. Il s'appuie sur les hypothèses suivantes :

- le développement financier (défini comme la diminution du coût de conversion d'un actif non-liquide en un actif liquide) améliore la croissance de long-terme de l'économie grâce à l'augmentation de la productivité marginale de l'investissement qu'il génère ;

- le gouvernement peut voir dans la répression financière un moyen privilégié d'accès à des ressources bon-marché (via la perception d'un seigneurage). Il peut donc avoir intérêt à empêcher le développement du secteur financier dans la mesure où celui-ci rend la perception de l'impôt d'inflation plus difficile.

La répression financière, en interdisant le développement financier, expliquerait les écarts de développement entre les différents pays.

L'approche de Mac-Kinnon/Shaw conclut donc, invariablement, à souligner le caractère néfaste de la répression financière. La mise en place de taux nominaux administrés ou de réserves obligatoires et la poursuite de politiques monétaires trop laxistes génératrices d'inflation affecteraient

⁶ Il convient de souligner que Mac-Kinnon avait déjà évoqué ce type de problème dès 1973. Lorsqu'il étudie le cas de la Corée du Sud, il préconise une stérilisation des capitaux flottants de manière à éliminer le problème d'inflation éventuellement généré par la libéralisation financière.

négativement la croissance économique. A contrario, la libéralisation financière, parce qu'elle permettrait le développement financier, serait à même d'accélérer le développement économique. Pourtant, cette approche, peut être à cause de son caractère volontairement simple et opérationnel, n'est pas sans soulever un certain nombre de problèmes.

I-1-2 Les problèmes posés par la libéralisation financière dans l'approche Mac-Kinnon/Shaw

Comme le soulignent *Dornbush et Reynoso* (1989), l'approche de l'école de la répression financière utilise largement un «paradigme». Une économie financièrement réprimée se caractériserait par le fait que «les canaux d'épargne sont souvent sous-développés et/ou 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 les rendements ou les rendent excessivement instables⁷. Libérer les marchés financiers, c'est donc permettre la croissance de l'investissement et donc favoriser le développement. Pourtant, comme le soulignent les deux auteurs, «le paradigme de la répression financière semble constituer, par certains aspects, [...] une parcelle de vérité... mais aussi une vaste exagération⁸. Il convient donc de revisiter un certain nombre des relations-clés qui fondent l'approche de Mac-Kinnon/Shaw.

94

En premier lieu, l'ensemble de la théorie de la libéralisation financière suppose une relation croissante entre taux d'intérêt réel et épargne. C'est ne prendre en compte que l'effet de substitution qui implique, en effet, un accroissement de l'épargne lorsque sa rémunération s'accroît. Pourtant, il faut y ajouter un effet revenu qui, au contraire du précédent, implique une relation décroissante entre épargne et taux d'intérêt réel. Au total, l'effet est donc ambiguë, sauf à supposer, comme le fait Mac-Kinnon, que l'épargne est initialement tellement faible dans les pays en voie de développement que l'augmentation de sa rémunération ne peut avoir qu'un effet positif sur celle-ci.

En second lieu, l'approche de Mac-Kinnon/Shaw est fondée sur l'hypothèse implicite que le marché financier est un marché parfait. *Stiglitz et Weiss* (1981) ont montré qu'il pouvait exister un rationnement du crédit, même sur des marchés compétitifs du crédit. Cela implique que la libéralisation financière pourrait s'avérer, par essence, inefficace compte-tenu

⁷ 1989, p.204

⁸ *op.cite.*, p 205

des imperfections du marché du crédit. Structurellement, les marchés du crédit ne sont pas des marchés ordinaires, dans la mesure où ne s'y échangent pas des biens contemporains, mais des fonds auxquels sont attachés des promesses de rendement dans le futur. Il existe donc un risque de défaut, variable d'un prêt à l'autre. Cette variabilité des risques de défaut pose le problème de l'information et de sa collecte par le prêteur. Si celui-ci ne peut déterminer avec précision le risque attaché à chaque emprunteur ou s'il ne peut parfaitement agir en fonction de la connaissance de ces risques, alors les imperfections informationnelles peuvent conduire à des processus d'anti-sélection. La banque, par exemple, peut être conduite à augmenter ses taux créditeurs si l'information est imparfaite. Autrement dit, elle va sanctionner tous ses débiteurs en les considérant comme imparfaitement sûrs parce qu'elle n'aura pas été à même de déterminer avec précision le risque attaché à chacun d'entre eux. Ce comportement a deux conséquences majeures :

- les entreprises vont alors privilégier des projets plus risqués compte-tenu du niveau élevé des taux d'intérêt ;
- la banque va plutôt attirer de mauvais emprunteurs qui, compte-tenu du niveau élevé des taux d'intérêt, seront relativement peu sensibles à ne pas honorer leurs charges de crédit.

Cho (1986), lui aussi, souligne l'importance des problèmes informationnels sur les marchés de crédit : « [...] les régimes seuls d'intérêt libres ne sont pas suffisants pour assurer une allocation optimale complète du capital lorsqu'il existe des imperfections d'information. Les banques vont éviter de financer de nouveaux groupes d'emprunteurs productifs parce qu'ils seront perçus comme trop risqués, et cela même si les banques sont neutres au risque ou qu'il n'existe pas d'administration des taux d'intérêt⁹. En d'autres termes, l'allocation du crédit ou l'existence de banques d'Etat d'investissement, loin d'avoir une influence perturbante sur le marché, pourraient être une réponse aux imperfections de marché.

En troisième lieu, une série de problèmes se pose en ce qui concerne la hausse des taux d'intérêt induite par la libéralisation financière. Ces problèmes sont de deux ordres :

- D'une part, il peut se poser un problème transitoire pour le secteur bancaire et le gouvernement le temps que ceux-ci s'adaptent au nouveau niveau des taux d'intérêt. En ce qui concerne les banques, elles peuvent subir des pertes importantes liées à leur activité de transformation des échéances. En effet, les banques accordent de façon structurelle des prêts d'une échéance moyenne à longueur supérieure à celle des dépôts qu'elles collectent. Si ces prêts sont accordés à taux fixe, et si les taux servis

sur les dépôts s'accroissent consécutivement à la libéralisation financière, alors il s'en suivra une diminution provisoire de la marge bancaire liée à l'impossibilité pour les banques de répercuter immédiatement l'augmentation du coût de leurs ressources. Cette situation place le secteur bancaire dans une situation de fragilité transitoire. De même, la hausse des taux d'intérêt n'est pas sans incidence sur le déficit budgétaire. Le poids du service de la dette publique augmentant, le déficit public peut se creuser d'avantage. Le phénomène peut être encore amplifié si la libéralisation financière réduit les revenus fiscaux prélevés sur le secteur bancaire ou réduit la part des bons du trésor à l'actif des banques. Dans un modèle récent, *V.R. Bencivenga et B.D. Smith* (1990) montrent que, compte-tenu de l'absence de marchés financiers directs qui oblige le gouvernement à monétiser son déficit budgétaire, il peut y avoir un degré optimal de répression financière. Les deux auteurs en concluent que les économies connaissant un déficit budgétaire public important n'ont pas intérêt à mettre en place un processus de libéralisation financière.

- D'autre part, le taux d'intérêt nominal peut s'élever au dessus du taux d'inflation, ce qui peut conduire, selon *Beckerman* (1988) à une «répression financière supplémentaire». Pour lui, en effet, le taux d'intérêt réel d'équilibre peut être négatif¹⁰. Dès lors, chercher à rendre les taux d'intérêt réels positifs, c'est introduire des distorsions importantes dans l'économie et handicaper le développement économique.

En dernier lieu, l'approche de Mac-Kinnon/Shaw néglige un des aspects structurels les plus caractéristiques des économies en voie de développement : l'existence d'un secteur financier informel. Pour les tenants de la libéralisation financière, ce dualisme financier n'est qu'un avatar de la répression financière et de la fragmentation de l'économie. La *Banque Mondiale* (1989) adhère totalement à ce point de vue en affirmant que «l'existence de marchés informels est souvent un signe de la répression financière»¹¹. En conséquence, le secteur financier informel perdra de son importance avec la libéralisation financière dans la mesure où, comme l'écrit Shaw, «le secteur informel [qui ne constitue qu'un substitut imparfait aux actifs financiers indirects¹²] va devoir faire face à la concurrence accrue d'un secteur financier organisé plus libéralisé¹³»¹⁴. Secteur officiel et secteur informel seraient donc substituables et la croissance du premier

10 *Beckerman justifie cette affirmation de trois manières : 1) la demande d'investissement peut être très faible, 2) l'épargne peut être positive en dépit de taux d'intérêt réels négatifs, 3) il existe des distorsions non-financières (taux de change surévalué...) dans l'économie.*

11 1989, p 67

12 *opus cite, p 85*

13 *deepening in the organised market.*

14 *opus cite, p 137*

conduirait inmanquablement à la disparition du second.

Pourtant, comme le souligne *Jensen* (1989), « l'existence d'un marché financier non-officiel n'est pas forcément la preuve nécessaire de la répression financière, mais plutôt la manifestation d'une organisation particulière de la production et du marketing »¹⁵.

La remise en cause du lien entre répression financière et existence d'un secteur financier non-officiel fonde les critiques apportées par les Néo-Structuralistes aux thèses de Mac-Kinnon/Shaw.

I-2- L'école néo-structuraliste

A la suite de *Taylor* (1983), et en réaction aux thèses avancées par Mac-Kinnon/Shaw, l'école néo-structuraliste se développe. Elle prend spécifiquement en compte l'existence de marchés financiers informels et leur attribue une grande efficacité en termes d'allocations des ressources. Loin d'être un handicap au développement économique, le secteur informel serait un facteur de croissance économique.

I-2-1 Les hypothèses des modèles néo-structuralistes :

Selon *Fry* (1988), « les modèles structuralistes reposent sur cinq assertions radicalement différentes de celles de Mac-Kinnon :

1) les salaires sont déterminés de manière exogène (ou institutionnelle) au travers de conflits entre les classes sociales ;

2) l'inflation est déterminée par les poids relatifs des capitalistes et des travailleurs (qui sont eux-mêmes influencés par l'état de l'économie) ;

3) l'épargne se détermine comme une fraction des profits et non des salaires ;

4) le niveau général des prix est déterminé par des marges fixes sur les coûts du travail, les importations et le financement du capital productif (taux d'intérêt) ;

5) les pays en voie de développement dépendent de façon critique de leurs importations de matières premières, de biens d'équipement et de biens intermédiaires »¹⁶.

Les mécanismes d'ajustement des modèles néo-structuralistes sont keynésiens : le taux d'intérêt de marché du secteur informel s'ajuste de telle manière que l'offre et la demande de crédits et de monnaie s'égalisent. Sur le marché des biens, l'ajustement entre l'offre et la demande se fait par les quantités et non par les prix.

Par ailleurs, l'inflation y est déterminée par les coûts. Ainsi, appliquer la

¹⁵ 1989, p 63

¹⁶ 1988, p 87

logique des modèles «mac-kinnoniens» ne pourrait que détériorer la situation économique du pays. En effet, augmenter les taux d'intérêt nominaux (suite à une politique monétaire restrictive) ne peut qu'accroître l'inflation. De même, pratiquer une dévaluation (comme le prône Mathieson) ne ferait que renchérir le coût des importations et donc ralentir la croissance. Pour les Néo-Structuralistes, la libéralisation financière ne conduirait donc qu'à la stagflation.

Les marchés financiers informels sont au centre de l'analyse néo-structuraliste. Comme nous l'indiquons, c'est sur ces marchés que se détermine le taux d'intérêt nominal qui assure l'égalité entre offre et demande de crédit et de monnaie. Les détenteurs de monnaie servent de banques sur ces marchés, i.e. ils jouent le rôle d'intermédiaires financiers entre épargnants et investisseurs. Selon Taylor, ces marchés sont souvent « compétitifs et agiles »¹⁷.

Le taux d'intérêt du secteur informel joue un rôle essentiel dans la mesure où :

- il représente le coût marginal de l'emprunt ;
- il est un paramètre déterminant de la demande d'encaisses monétaires.

En effet, dans les modèles néo-structuralistes (conformément à l'analyse de Tobin) les ménages ont accès à trois catégories d'actifs financiers :

- l'or ou la monnaie,
- les dépôts bancaires,
- les prêts sur les marchés informels.

Les prêts sur les marchés informels apparaissent donc comme une alternative aux dépôts bancaires, d'autant plus que les capitaux sont supposés circuler librement entre les deux secteurs. Le problème consiste donc à déterminer qui, du secteur bancaire officiel ou du secteur informel, est le plus à même de stimuler la croissance de l'économie. Pour les néo-structuralistes, le secteur non officiel est, par nature, plus efficace que le secteur bancaire. Le second, en effet, est tenu de constituer des réserves obligatoires qui représentent une certaine fraction des dépôts. Cette hypothèse fondamentale permet de conclure, selon les néo-structuralistes, à la nocivité de la libéralisation financière prônée par les modèles Mac-Kinnon/Shaw.

II-2-2 Pourquoi la libéralisation financière n'est-elle pas souhaitable ?

Les réserves obligatoires constituées par les banques sont, dans les modèles néo-structuralistes, un obstacle à l'intermédiation financière. En effet, elles réduisent d'autant l'offre réelle totale de crédit pour les entrepri-

ses. Si on suppose, à la suite de Mac-Kinnon, que la libéralisation financière doit s'exercer au travers d'une augmentation du taux d'intérêt réel sur les dépôts, alors celle-ci ne peut avoir, dans les modèles néo-structuralistes, qu'un effet négatif sur la croissance. Une augmentation de ce taux, en effet, a deux conséquences majeures :

- d'une part, elle accroît le coût du capital productif, ce qui conduit, compte-tenu des hypothèses, à une augmentation du niveau général des prix et à une baisse de l'investissement qui réduit le taux de croissance de l'économie ;

- d'autre part, l'augmentation du taux d'intérêt peut réduire la demande d'encaisses monétaires, ce qui affecterait alors, à la baisse l'offre de prêts sur les marchés financiers informels, provoquant ainsi une augmentation du taux d'intérêt nominal sur le marché informel.

Ces conclusions apparaissent dans les modèles de *Van Wijnbergen* (1983) et de *Taylor* (1983).

Van Wijnbergen construit son modèle inspiré de l'analyse de Tobin en termes de choix de portefeuille. Il suppose que la richesse réelle des agents (W) se partage entre la monnaie (CC), les dépôts bancaires à terme (TD) et les prêts directs au secteur productif sur les marchés informels (LH). Les trois actifs sont supposés être substituables et dépendre des mêmes variables qui sont: le taux d'inflation (π), le taux d'intérêt nominal d'équilibre du secteur informel (i), le taux d'intérêt réel servi sur les dépôts à terme (r_d) et le revenu (y). Les effets d'une augmentation du taux d'intérêt réel servi sur les dépôts peuvent être présentés dans le graphique en fin d'article.

Une augmentation du taux réel servi sur les dépôts (r_d) n'affectant pas le marché des biens -qui ne dépend que du taux d'intérêt réel du secteur informel (i)- et du revenu (y)- IS ne varie pas. Par contre, il y a deux effets contradictoires sur le marché de la monnaie. D'une part, la hausse de r_d accroît la demande d'encaisses monétaires et fait donc déplacer LM vers le haut (passage en LM'). D'autre part, il y a un effet de substitution entre la monnaie et les dépôts à terme: les agents ont tendance à se tourner vers les dépôts à terme au détriment de la détention d'encaisses monétaires. Cela provoque une hausse de l'offre de monnaie (le multiplicateur de la base monétaire s'accroît lorsque le ratio monnaie/dépôt diminue).

L'effet net sur LM dépend du ratio de réserves obligatoires et des élasticités relatives des demandes de monnaie et d'actifs du marché non officiel par rapport au taux sur les dépôts à terme:

- si les agents substituent principalement dans leur portefeuille des dépôts à terme aux actifs du marché informel, alors, l'offre totale de fonds disponibles pour le secteur productif diminue car une partie de l'accroissement des dépôts à terme va venir alimenter les réserves obligatoires, ce qui

va amputer d'autant l'offre de fonds prêtables. Dans ce cas, LM se déplace vers le haut (LM') et la hausse du taux servi sur les dépôts à terme se traduit par une hausse du taux nominal sur le marché informel (i passe en i') et par une baisse du revenu (passage de y à y'). On peut remarquer qu'une politique monétaire restrictive aura les mêmes effets néfastes.

- Si, *a contrario*, les agents substituent principalement des dépôts à terme à la détention d'encaisses monétaires, l'offre totale de fonds disponibles pour le secteur productif va augmenter (puisque l'offre de fonds prêtables du marché non officiel est peu touchée). La courbe LM va se déplacer vers le bas, ce qui va se traduire par une baisse du taux nominal du secteur informel et par une hausse du revenu.

Pour les Néo-Structuralistes, c'est le premier effet de substitution qui l'emporte. La libéralisation financière prônée par Mac-Kinnon/Shaw, et qui vise à accroître la rémunération réelle servie sur les dépôts bancaires (grâce à une augmentation du taux nominal ou à une baisse du taux d'inflation, i.e. une politique monétaire restrictive), ne provoquerait que des effets néfastes.

L'approche néo-structuraliste pose, elle aussi, un certain nombre de problèmes. Les conclusions des modèles reposent, en effet, sur deux hypothèses fondamentales qui semblent peu satisfaisantes: l'efficacité du secteur informel dans l'allocation des ressources et la constitution systématique de réserves obligatoires par le système bancaire

En ce qui concerne la capacité du secteur financier non-officiel à allouer les ressources de manière optimale dans l'économie, force est de constater qu'il s'agit essentiellement d'une hypothèse *ad hoc*. Même si la contribution du secteur informel à la croissance du revenu national paraît indéniable dans certains pays (près de 40% du PIB au Burkina-Faso, par exemple), il n'y a pas de secteur financier informel homogène. Il s'agit plutôt d'une multitude de micro-marchés géographiques n'ayant que peu de rapports entre eux et prenant des formes très différentes (tontines, prêteurs individuels...). Dans ces conditions, il paraît difficile de parler de taux d'intérêt unique d'équilibre du secteur non-officiel. Par ailleurs, *G. Christensen* (1993) a tenté de montrer que le secteur financier informel n'exerce pas réellement une activité d'intermédiation financière. En effet, l'intermédiation bancaire s'exerce au travers de deux fonctions principales: la mobilisation de l'épargne et le financement de l'activité (prêts et investissements) grâce à la transformation de ressources courtes en emplois longs. La plupart des intervenants du marché financier informel ne remplissent pas ces trois conditions en même temps: les prêts ont une maturité très courte et sont de faibles montants, ce qui implique des coûts de transactions élevés. Par ailleurs, on constate souvent une relative spécialisation de l'activité: la collecte de l'épargne ou l'activité de prêts. Toutes ces remar-

ques remettent quelque peu en cause le postulat néo-structuraliste attribuant au secteur informel une grande efficacité quant à l'allocation des ressources.

Quant à la constitution de réserves obligatoires par le secteur officiel, *Kapur* (1992) revient sur les conclusions des néo-structuralistes en affirmant que les réserves détenues par le secteur bancaire officiel sont un gage de liquidité à court-terme et donc qu'elles accroissent la sécurité du système. L'avantage du secteur officiel, c'est sa liquidité. Si le secteur informel veut connaître la même sécurité, il doit, lui aussi, constituer des réserves. En l'absence de celles-ci, les agents courent un risque de liquidité important qui explique le niveau élevé des taux d'intérêt sur les marchés informels. *Kapur* arrive à la conclusion que, dans une économie où le secteur financier officiel est libéré de ses contraintes, les agents vont détenir à la fois des actifs du secteur non officiel (moins liquides mais mieux rémunérés) et des dépôts bancaires.

Cette conclusion de *Kapur* est intéressante dans la mesure où elle admet une certaine complémentarité entre les deux secteurs. Par ailleurs, il faut souligner les trois avantages principaux du secteur informel: sa bonne implantation géographique dans des zones où il est difficile au secteur bancaire officiel de s'implanter compte-tenu des coûts; l'absence d'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs dans la mesure où les prêts ne sont accordés qu'à des individus membres de la communauté (village, quartier...) où l'information circule très vite; enfin, la faiblesse du risque d'aléa de moralité car les mauvais débiteurs risquent l'exclusion pure et simple de la communauté.

101

Cette première partie nous a permis de présenter la controverse qui oppose l'école de la répression financière à l'école néo-structuraliste quant au bien fondé de la libéralisation financière en tant que facteur accélérateur de la croissance économique. Il apparaît que les deux théories restent, le plus souvent, subordonnées à de hypothèses qui semblent peu fondées, notamment en ce qui concerne l'efficacité de l'un ou de l'autre secteur dans l'allocation des ressources. Pour autant, peut-on réellement parler de polémique théorique? *Cho* (1990) ne le croit pas. Pour lui, «les deux approches ne s'affrontent pas sur la libéralisation financière, mais seulement sur l'approche de celle-ci»¹⁸. En effet, les deux écoles ne s'affrontent que sur le secteur financier dont il faut favoriser le développement. Compte-tenu de l'efficacité qu'ils attribuent à l'un ou à l'autre des deux secteurs financiers, les «mac-kinnoniens» veulent permettre le développement du secteur bancaire et les néo-structuralistes veulent assurer celui du secteur non-officiel.

Au delà de la controverse théorique, et compte-tenu du caractère «opérationnel» de la libéralisation financière, il convient de déterminer si, oui ou non, les pays qui ont mis en place cette politique ont vu leur croissance économique s'accélérer.

II- La libération financière à l'épreuve des faits

Comme nous le signalions dans l'introduction, les recommandations de Mac-Kinnon et Shaw ont très rapidement reçu un écho favorable. Beaucoup y ont vu une manière simple et efficace de sortir un certain nombre d'économies du sous-développement. Dès le milieu des années 70, l'Argentine mit en place un processus de libéralisation financière. Elle fut bientôt suivie par le Chili. Dans le courant des années 80, les autorités financières taiwanaises et sud-coréennes ont relâché une partie du contrôle réglementaire qu'elles exerçaient sur le secteur financier. Les politiques mises en place en Amérique Latine et en Asie du Sud-Est diffèrent, comme nous le verrons, assez fortement. Elles ont généré des résultats eux aussi très différents. Le concept initial de libéralisation financière a évolué, notamment à la lumière des expériences latino-américaines. C'est ce que nous nous proposons de montrer dans cette seconde partie.

102

II-1 De la théorie à la pratique

Du point de vue théorique, la libéralisation financière est un concept relativement simple et universel. Les mêmes causes -la levée des contraintes réglementaires pesant sur le secteur bancaire- doivent produire les mêmes effets -la croissance économique. Pourtant, quand on y regarde de plus près, la libéralisation financière a été mise en place avec des «intensités» différentes selon les pays. Totale dans des pays d'Amérique Latine comme le Chili, elle a été plus «timide» dans des pays du Sud-Est asiatique comme la Corée du Sud ou Taiwan. Dans le premier cas, la libéralisation financière s'est soldée par un échec retentissant. Dans le second cas, même si elle ne s'est traduite que par une faible croissance de l'épargne et un approfondissement du secteur financier, la libéralisation financière n'a pas provoqué la faillite de ce secteur.

II-2-1 La version intégrale de la libéralisation financière: le cas du Chili

Le titre de l'article de *Diaz-Alejandro* «Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash» (1985) résume de façon humoristique les résultats du processus de libéralisation financière entrepris au Chili.

La libéralisation financière chilienne, amorcée au milieu des années 70, ne se limita pas à un simple abandon de la fixation des taux d'intérêt. Elle visait à promouvoir une logique globale de marché dans le secteur

financier. La libéralisation des taux d'intérêt s'accompagna donc d'une privatisation des banques publiques, de la disparition de toute espèce de restriction à l'entrée dans le secteur (suppression du capital social minimum) et, plus généralement, de toutes les formes de surveillance de l'activité bancaire par les Autorités Monétaires. Au niveau externe, toutes les restrictions à l'entrée ou à la sortie de capitaux furent abolies.

Les résultats furent catastrophiques. Dès les premiers mois, les faillites bancaires à répétition conduisirent le gouvernement à instaurer à nouveau un capital social minimum. Mais, il fut annoncé que la banque centrale ne garantirait en aucune manière les dépôts du public et qu'un établissement bancaire en situation de faillite latente ne recevrait aucun secours de la part des Autorités. Cela revenait à interdire à la banque centrale chilienne de jouer un rôle de prêteur en dernier ressort. Pourtant, à la suite des graves difficultés connues par une des banques les plus importantes du pays (Banco Orsono) au cours de l'année 1977, le gouvernement, revenant sur ses déclarations, décida d'intervenir pour la soutenir dans la crainte que la faillite d'un établissement d'une telle importance ne ruine la confiance dans le secteur financier. Ce n'est qu'en 1981 que la pérennité du système fut confié à une «super intendance» bancaire, ce qui revenait à réintroduire une réglementation bancaire.

Les faillites ne se limitèrent malheureusement pas qu'au seul secteur bancaire. *Villanueva et Mirakhor* (1990) rapportent que le nombre de faillites d'entreprises s'est multiplié de façon importante entre 1974 et 1982. Par ailleurs, la privatisation ne permit pas l'émergence de la concurrence dans le secteur bancaire. En 1982, les deux plus grandes entreprises chiliennes contrôlaient les principales compagnies d'assurance, les principaux fonds mutuels et les deux plus grandes banques commerciales du pays.

Qu'en fut-il des effets bénéfiques sur l'épargne, l'investissement et la croissance économique ? Dans une étude récente, *Burkett et Dutt* (1991) montrent que le processus de libéralisation financière entrepris au Chili n'a permis ni la croissance de l'investissement ni la croissance économique. S'il y a bien eu un effet positif sur l'épargne dû à l'accroissement de la profondeur financière (négligeable selon *Aranello* (1983)), celle-ci semble s'être essentiellement dirigée vers des activités non-productives du type « actifs immobiliers et spéculation sur les marchés d'actions, acquisitions d'entreprises par des holdings bancaires ou importations de biens de consommation de luxe »¹⁹. Quant à l'ouverture du marché des capitaux domestiques aux capitaux étrangers, elle se traduisit, selon *Mac-Kinnon* (1989) lui-même, par une appréciation telle du taux de change qu'elle vint

annuler les quelques rares effets bénéfiques qu'avait eu la politique de libéralisation financière.

On le voit, les résultats obtenus au Chili vont largement dans le sens des opposants à la libéralisation financière. Pourtant, au début des années 80, la Corée du Sud et Taiwan entrèrent, eux aussi, dans un processus de libéralisation financière. Toutefois, celle-ci ne fut que partielle. Si elle se traduisit bien par une libéralisation des taux d'intérêt, elle laissa à l'Etat un rôle prépondérant en tant que régulateur du système financier et elle n'ouvrit pas le marché des capitaux domestiques à l'extérieur.

II-2-2 Libéralisation financière partielle et rôle de l'Etat: le cas de la Corée du Sud et de Taiwan

Park (1993) consacre une longue étude à ces deux pays qui ont entrepris une libéralisation financière tardive dans les années 80.

Jusqu'au début des années 80, la Corée du Sud et Taiwan, fortement influencés par leur voisin japonais, avaient développé un système financier qui reposait principalement sur un secteur bancaire fortement régulé par l'Etat et relativement isolé des marchés de capitaux mondiaux. Dès le début des années 70, un effort de modernisation du secteur avait été entrepris et un certain nombre d'intermédiaires financiers non bancaires avaient vu le jour de manière à compléter et à concurrencer les banques. Au début des années 80, le processus de libéralisation financière se résuma principalement à une déréglementation du secteur bancaire. Elle se traduisit par un abandon partiel de la fixation des taux, par une privatisation d'un certain nombre de grandes banques commerciales et par la création de nouveaux intermédiaires financiers. Cependant, les marchés monétaires et de capitaux domestiques sont demeurés fermés aux investisseurs étrangers.

Malgré un système financier réprimé, les deux pays ont connu une croissance économique exceptionnelle. Comme le souligne Park, «au moins au niveau macro-économique, la répression financière et l'isolement financier ne semblent avoir interféré ni avec l'expansion financière mesurée par un certain nombre de ratios d'actifs financiers par rapport au PNB (ou à la richesse), ni avec la croissance du PNB ou de l'industrialisation»²⁰. Même après une dizaine d'années de libéralisation, le gouvernement conserve encore une faculté potentielle de contrôle des marchés financiers, et, notamment, des taux d'intérêt, très importante. Pourtant, la libéralisation financière des deux pays est très souvent citée en exemple par des organismes comme la Banque Mondiale. Il est vrai qu'elle s'est traduite par une croissance rapide du secteur financier. Pourtant, depuis le

début du processus de libéralisation, il semble que la part des actifs réels (que Mac-Kinnon qualifie d'improductifs) n'a pas cessé de s'accroître dans le portefeuille des agents. Par ailleurs, la productivité du capital ne paraît pas avoir été affectée favorablement. Park attribue ce résultat au fait que la déréglementation financière n'accroît pas nécessairement l'efficacité de l'allocation des ressources car elle ne permet pas d'éliminer les distorsions supplémentaires générées par l'intervention de l'État. Paradoxalement, les deux pays semblent donc avoir connu un développement économique important et cela en dépit d'un secteur financier réprimé.

Reste à savoir pourquoi la libéralisation financière, si elle n'a eu que peu d'effets positifs, ne s'est pas traduite, comme au Chili, par un véritable chaos financier. Cela tient certainement à deux facteurs. D'une part, la libéralisation n'est intervenue que très tardivement, dans un environnement économique intérieur stable. En fait, il s'agissait plus de donner à l'économie réelle un secteur financier digne de son niveau de développement que de permettre la croissance économique grâce à un développement «ex nihilo» du secteur financier. D'autre part, les deux pays ont choisi une libéralisation partielle: ils ont privilégié la libéralisation financière intérieure en interdisant les entrées de capitaux étrangers qui auraient pu venir annuler les effets positifs de la levée d'une partie des contraintes sur le secteur financier.

105

D'une manière générale, les résultats des politiques de libéralisation financière ne plaident pas en faveur de la libéralisation financière, en tout cas dans sa forme initiale. Mais le concept, loin de disparaître, a essayé de s'enrichir d'une partie des diverses critiques qu'on lui avait adressées. Ce faisant, la notion perd de son côté «opérationnel» universel qui avait fait son succès et qui avait conduit un grand nombre de pays à tenter le pari de la libéralisation financière.

III - Conclusion : Que reste-t-il de la libéralisation financière ?

La libéralisation financière ne générant pas les résultats positifs que l'on en attendait, le concept a progressivement évolué. Cette évolution s'est faite autour de deux pôles principaux: la prise en compte de l'état de l'économie et l'intégration des nouvelles théories apparues ces vingt dernières années.

Dans un premier temps, les échecs de ces politiques ont été attribués à l'absence de conditions préalables nécessaires à leurs succès. Ces conditions préalables sont essentiellement au nombre de deux: un environnement macro-économique stable et une surveillance adéquate du secteur bancaire.

L'environnement macro-économique stable suppose des déficits gouvernementaux et extérieurs raisonnables et un faible taux d'inflation. Quant à la surveillance du système bancaire, elle vise à empêcher les banques de succomber à la tentation d'une gestion trop risquée lorsqu'elles évoluent dans un environnement moins réglementé.

La nouvelle approche de la libéralisation financière tient maintenant compte des imperfections qui règnent sur les marchés financiers (asymétries d'information, sélection adverse...). *Mac-Kinnon* (1988) construit un modèle dans lequel l'instabilité macro-économique et les aléas de moralité peuvent conduire à un taux d'intérêt trop élevé et à un excès de prise de risque par le secteur bancaire. Dans un tel univers, « le gouvernement devrait probablement imposer une administration sur le taux d'intérêt type sur les prêts (et sur les dépôts) aussi bien qu'un nombre de mesures prudentielles, telles que des provisions plus grandes sur les créances douteuses »²¹. Il ajoute même que « les économies ayant connu un développement réussi ont combiné une stabilité du niveau général des prix avec des taux d'intérêt nominaux substantiels -même s'ils sont réglementés- sur les dépôts et sur les crédits »²². Comme le soulignent *Arestis et Demetriades* (1993), *Mac-Kinnon* « admet donc que l'administration des taux peut se justifier dans certaines circonstances et que le développement économique peut avoir lieu même si les taux sont régulés »²³. Enfin, dans deux articles récents, *King et Levine* (1992, 1993) tentent de montrer, à partir d'un modèle de croissance endogène « schumpétérien »²⁴ d'intermédiation financière, l'importance du facteur financier dans la croissance économique²⁵. Dans leur modèle, ils introduisent un paramètre qui représente les impôts prélevés par l'Etat. Comme l'écrivent les deux auteurs, « en pratique, de telles taxes peuvent revêtir de nombreuses formes: des taxes financières explicites et des taxes implicites ou quasi-taxes sur les intermédiaires financiers (qui incluent des réserves obligatoires non rémunérées, des prêts forcés au gouvernement ou aux entreprises publiques et une administration des taux d'intérêt sur les crédits et les dépôts »²⁶. La répression financière à la *Mac-Kinnon* refait donc une apparition remarquée, bien qu'implicite, dans un modèle de croissance endogène.

21 1988, p 408

22 *ibid*, p 409

23 1993, p 298

24 les innovations sont la résultante d'une recherche de profits de monopoles temporaires et les institutions financières sont importantes dans la mesure où elles évaluent et financent les entrepreneurs dans leur activité d'innovation et dans leur apport de produits nouveaux sur le marché.

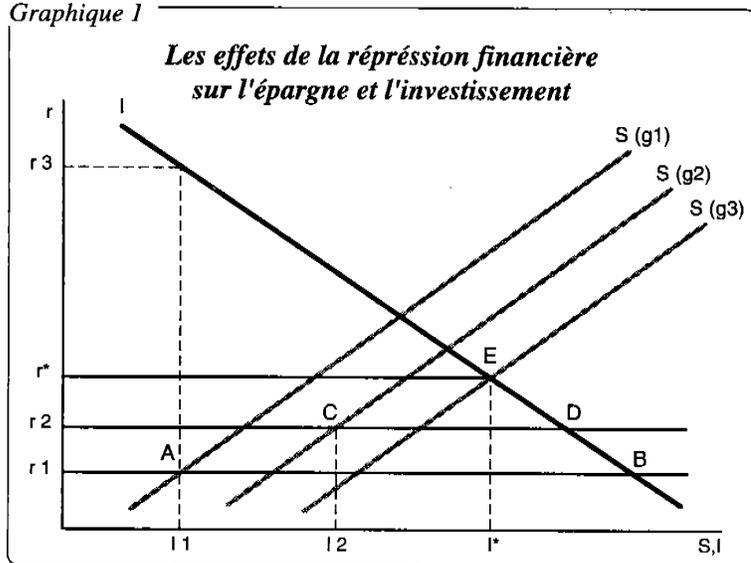
25 Pour plus de précisions sur ces modèles, se reporter à la communication de V.Seltz : « Le rôle du système financier dans le développement »

26 1994, p 526

Alors, que reste-t-il de la libéralisation financière ? L'idée que le développement financier peut permettre le développement économique à la condition qu'un certain nombre de conditions initiales soient réunies. L'idée aussi que, contrairement à l'approche traditionnelle²⁷, la monnaie et le capital puissent être, dans les économies partiellement monétarisées, complémentaires plutôt que substituables. L'idée, enfin, que le développement du secteur financier puisse être le moyen privilégié de réduire le seigneurage de l'Etat ce qui permettrait d'accroître le bien-être des agents.

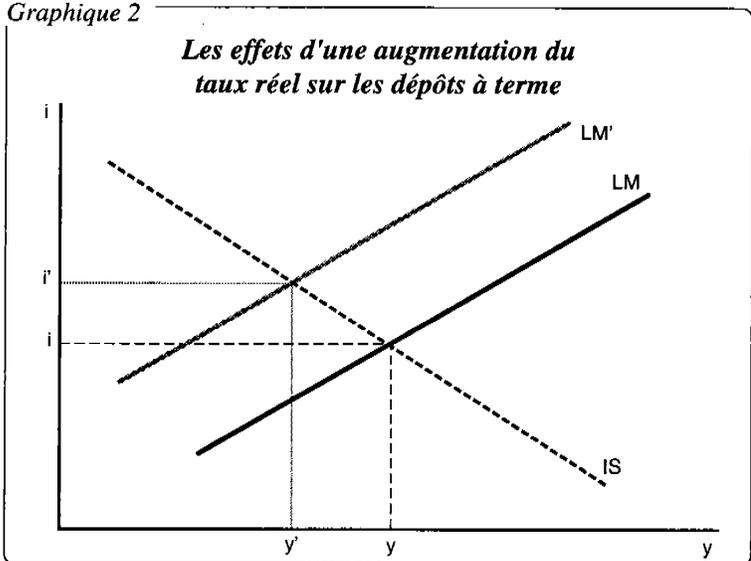
²⁷ Comme celle de Patinkin, par exemple.

Graphique 1



108

Graphique 2



Source : M. J. Fry. «Money, Interest and Banking in Economic Development», p. 92.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Aranello, J.P (1983), «De la liberalizacion a la intervencion : El mercado de capitales en Chile : 1974-83», in *Estudios CIEPLAN*, n°11, Estudio n°74, décembre, pp 5-49.
- Arestis, P. et Demetriades, P (1993), «Financial Liberalisation and Economic Development : A critical Exposition», in *Money and Banking, Issues for the Twenty-First Century, Essays in Honour of S.F. Frowen*, ed. by P.Arestis, Mac-Millan Press Ltd, Londres.
- Ballassa, B. (1993), «Financial Liberalization in Developing Countries», in *Money, Trade and Competition, Essays in Memory of Egon Sohmen*, ed. by H.Giersh, Springer-Verlag, Berlin.
- Beckerman, P. (1988), «The consequences of upward financial repression», *International Review of Applied Economics*, vol 2, n°1, juin, pp. 233-249.
- Bencivenga, V.R et Smith, B.D (1990), «Deficits, Inflation, and The Banking System in Developing Countries : The Optimal Degree of Financial Repression», *Rochester Center for Economic Research*, Working Paper n°. 214.
- Burkett, P. et Dutt, A.K. (1991), «Interest Rate Policy, Effective Demand, and Growth in LDC's», *International Review of Applied Economics*, vol 5, n°2, pp 127-153.
- Cho Yoon Je (1986), «Ineficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 18, n°2, mai, pp. 191-9.
- Cho Yoon Je (1990), «Mc-Kinnon-Shaw versus the Neostructuralists on Financial Liberalization : A conceptual Note», *World Development*, vol 18, n°3, pp. 477-480.
- Christensen, G. (1993), «The limits to Informal Financial Intermediation», *World Development*, vol 21, n°5, pp 721-731.
- Diaz-Alejandro, C.(1985), «Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash», *Journal of Development Economics*, vol 19, n°1-2, pp. 1-24.
- Dornbush, R. et Reynoso, A. (1989), «Financial Factors in Economic Development», *American Economic Review*, vol 79, n°2, mai, pp. 204-9.
- Fry, M.J. (1988), *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, The John Hopkins University Press, Baltimore.
- Galbis, V. (1977), «Financial Intermediation and Economic Growth in Less-Developed Countries : A theoretical Approach», *Journal of Development Studies*, vol 13, n°2, janvier, pp 58-72.
- Giovannini, A. (1985), «Saving and the Real Interest Rate in LDC's», *Journal of Development Economics*, vol 18, pp 197-217.
- Greene, J. et Villanueva, D. (1991), «Private Investment in Developing Countries : An Empirical Analysis», *IMF Staff Papers*, vol 38, n°1, mars, pp 33-58.
- Gupta, K.L. (1984), *Finance and Economic Growth in Developing Countries*, Croom Helm, Londres.
- Gurley, J.G. et Shaw, E.S (1960), *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institution, Washington, D.C.

- Jensen, K. (1989), «Monetary policy and Financial Development», in *Financing Economic Development : A structural Approach of Economic Development*, ed. by E.V.K Fitzgerald et R.Vos, Gower Publishing Company Ltd, Brookfield.
- Kapur, B. (1976), «Alternative Stabilization Policies for Less-Developed Economies», *Journal of Political Economy*, vol 84, n°4, août, pp. 777-795.
- Kapur, B. (1992), «Formal and Informal Financial Markets, and the Neo-Structuralist Critique of the Financial Liberalization Strategy in Less-Developed Countries», *Journal of Development Economics*, vol 38, septembre, pp. 63-77.
- King, R.V et Levine, R. (1992), «Financial Intermediation and Economic Development», in *Capital Markets and Financial Intermediation*, ed. by C.Mayer et X.Vives, CEPR, Cambridge University Press, Londres
- King, R.V et Levine, R. (1993), «Finance, Entrepreneurship, and Growth : Theory and evidence», *Journal of Monetary Economics*, Vol 32, pp 513-542
- Mc-Kinnon, R.I. (1973), «Money and Capital in Economic Development», Washington DC, Brookings Institution.
- Mc-Kinnon, R.I. (1988), «Financial Liberalisation in Retrospect : Interest Rate Policies in LDC's», in *The State of Development Economics : Progress and Perspectives*, ed. by G.Ranis et T.P Shultz, Basil Blackwell, New-York.
- Mac-Kinnon, R.I. (1989), «Financial Liberalization and Economic Development : a Reassessment of Interest-Rate Policies in Asia and Latin America», *Oxford Review of Economic Policy*, vol 5, n°4, hiver.
- Mac-Kinnon, R.I. (1991), *The Order of Economic Liberalization : Financial Control in the Transition to a Market Economy*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore et Londres.
- Mathieson, D.J (1979), «Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy», *IMF Staff Papers*, vol 26, n°3, septembre, pp. 450-489.
- Mathis, J. (1992), *Monnaie et Banques en Afrique Francophone*, Edicef, Paris.
- Park, Y.C (1993), «The Role of Finance in Economic Development in South Korea and Taiwan», in *Finance and Development : Issues and Experience*, ed. by A. Giovannini, CEPR, Cambridge University Press, Cambridge.
- Roubini, N. et Sala-i-Martin, X (1992), «Financial Repression and Economic Growth», *Journal of development Economics*, vol 39, pp. 5-30.
- Seltz, V. (1994), «Le rôle du système financier dans le développement», communication présentée lors des *XIème Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire*, Nice.
- Shaw, E.S (1973), «Financial Deepening in Economic Development», New-York, Oxford University Press.
- Stiglitz, J.E et Weiss, A. (1981), «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information», *American Economic Review*, vol 71, n°3, juin, pp.393-410.
- Taylor, L (1983), «Structuralist Macroeconomics : Applicable Models for the Third World», New-York, Basic Books.
- Tseng, W et Corker, R (1991), «Financial Liberalization, Money Demand, and Monetary Policy in Asian Countries», *I.M.F Occasional Paper*, n°84, Juillet.
- Van Wijnbergen, S. (1983), «Interest Rate Management in LDC's», *Journal of Monetary Economics*, vol 12, n°3, septembre, pp. 433-452.
- Villanueva, D. et Mirakhor, A. (1990), «Strategies for Financial Reforms : Interest

- Rate Policies, Stabilization, and Bank Supervision in Developing Countries-,
IMF Staff Papers, Vol 37, n°3, septembre.
- Vogel, R.C et Buser, S.A (1976), «Inflation, Financial Reform, and Capital Formation
in Latin America», in *Money and Finance in Economic Growth and
Development : Essay in Honor of E.S. Shaw*, ed. par R.I. Mac-Kinnon, New-
York, Marcel Dekker, pp. 35-70.
- World Bank (1989), *World Development Report 1989*, Oxford University Press,
New York.