

# SYSTÈMES FINANCIERS ET CROISSANCE EN MÉDITERRANÉE : UNE ANALYSE COMPARATIVE

SOPHIE BRANA\*

**L**es pays européens ont pris l'engagement, lors de la conférence de Barcelone (novembre 1995), de renforcer la politique méditerranéenne de l'Europe. Outre la constitution d'une zone de libre-échange, il est prévu d'accentuer la coopération économique et financière entre les pays de la Méditerranée<sup>1</sup> et de l'Union européenne. Cette coopération européenne doit notamment favoriser le développement financier des pays méditerranéens, afin d'attirer les flux de capitaux étrangers et conforter les possibilités de croissance endogène durable.

Après une « décennie perdue » marquée par des performances économiques décevantes, les pays de la Méditerranée ont besoin de retrouver une forte croissance et des taux d'épargne et d'investissement élevés. Les analyses empiriques, basées principalement sur l'expérience des PVD et NPI, mettent en évidence le rôle décisif de l'épargne et du capital dans l'essor du revenu. Or, les pays méditerranéens font face à une double pénurie d'épargne ; intérieure, les taux d'épargne sont en baisse, et extérieure, les flux d'origine étrangère s'avèrent très limités, et connaissent des taux d'investissement en baisse.

La politique financière de la Zone méditerranéenne doit s'orienter dans deux directions. Il importe tout d'abord de développer un système bancaire performant. Le potentiel financier des pays de la Méditerranée se révèle être important, mais la sphère bancaire apparaît sous-développée. Dans ce cadre précis, l'Europe peut fournir une aide technique.

Il importe ensuite de mettre en place des politiques de libéralisation du système financier. La plupart des études, théoriques comme empiriques, insistent sur le lien entre croissance économique et répression financière, caractérisée par l'existence de contraintes imposées au système financier par les pouvoirs publics qui l'empêchent de fonctionner

---

\* Maître de conférences, Université Montesquieu Bordeaux IV, LARefi.

librement. Il s'agit ici de donner une typologie du degré de répression financière dans les différents pays de la Méditerranée, à partir d'une grille de lecture commune. La libéralisation financière doit permettre une amélioration de l'efficacité productive du système financier, condition nécessaire au développement de relations financières avec la Zone euro. Une politique de libéralisation financière peut ainsi avoir un double impact ; interne, car elle accélère le développement financier et externe, car elle favorise les entrées de capitaux. Or, la mise en place de l'UEM entraîne le besoin, pour les pays de la Zone euro, de placer des capitaux à l'étranger, dans une perspective de diversification internationale des portefeuilles. La Méditerranée apparaît comme une zone d'influence naturelle. A elle de savoir attirer, dans des conditions financières saines, ces capitaux.

### *DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET CROISSANCE*

Le développement des pays de la Méditerranée suppose la création de systèmes économiques capables de générer une forte croissance auto-entretenu. On estime en effet entre 6 et 10 % par an le taux de croissance du PNB par tête nécessaire pour que la Méditerranée atteigne, en 20 ans, 50 % du PNB par tête des pays industrialisés (Alonso-Gamo *et al.*, 1997).

8

Le rôle décisif du niveau d'épargne et de l'efficacité de son utilisation productive dans l'essor des revenus de nombreux pays est mis en évidence par différentes études empiriques. Il importe, dans ce cadre, d'étudier le niveau de développement financier atteint par les pays méditerranéens, sur une base comparative, afin d'évaluer leur potentiel de croissance.

### *Liens empiriques entre croissance et indicateurs financiers*

L'analyse des trajectoires de développement réussies au XX<sup>ème</sup> siècle montre qu'il est important de dégager une épargne intérieure élevée pour financer la croissance et qu'il faut s'attacher à l'efficacité de l'investissement plus qu'à son niveau.

Steinherr (1992) étudie le cas de pays ayant connu des taux de croissance élevés sur une longue période, à savoir l'Allemagne (1950-1960), le Japon (1955-1970), la Corée (1961-1975) et Singapour (1961-1975). Il montre que, dans ces pays, le financement extérieur n'a pas été une contribution essentielle à la croissance, mais en revanche, que tous ont connu une forte croissance de leurs exportations. Si l'apport de capitaux étrangers n'est pas une condition suffisante au démarrage d'une forte croissance, il peut être un déterminant important de son maintien. Les régions à forte croissance se révèlent être aujourd'hui

celles qui sont le plus intégrées dans l'économie mondiale, d'un point de vue commercial, comme financier. Steinherr montre cependant que les pays ayant connu une croissance durable se sont appuyés sur de forts taux d'épargne, l'épargne domestique apparaissant comme un élément essentiel de la croissance, « *jamais une croissance ne s'étant financée avant tout avec des capitaux étrangers* » (Steinherr, 1992).

**Tableau n° 1**  
**Caractéristiques des périodes de croissance rapide (%)**

		Taux de croissance moyen	Taux d'épargne 1ère année	Exportations /PNB		Investissement /PNB	
				1ère année	dernière année	1ère année	dernière année
Allemagne	1950-1960	8,6	16,5	11,5	20,1	19,1	24,2
Japon	1955-1970	10,6	17,2	8,5	9	19,8	35,5
Corée	1961-1975	8,1	29	5,4	27,9	13,8	24,9
Singapour	1961-1975	8,8	22,6	138,4	95,4	12,8	35,1

Sources : Construit à partir de Steinherr (1992) et de la Banque Mondiale (1993).

Quant à l'investissement, au début de la croissance tout au moins, son volume n'est pas apparu impressionnant, suggérant que l'amélioration de l'efficacité a été un facteur plus déterminant que l'augmentation du stock de capital.

Une étude de la Banque Mondiale (1989) portant sur quatre-vingt pays en développement et sur la période 1965-1987, met également en évidence le lien entre taux de croissance économique, taux d'épargne et taux d'investissement.

**Tableau n° 2**  
**Caractéristiques comparées de groupes de pays en développement classés par taux de croissance moyen du PNB**

	S/PNB	I/PNB	$\Delta$ (PNB/I)	M2/PNB
Forte croissance (> 7%)	28%	28,6%	26,3%	43%
Croissance moyenne (de 3 à 7%)	18,5%	22,6%	23,6%	31,3%
Croissance faible (< 3%)	19%	19%	10,1%	23,8%

avec : S = épargne nationale brute

I = investissement brut

M2 = monnaie en circulation, dépôts à vue, à terme et d'épargne.

Source : Banque Mondiale, Rapport sur le développement dans le Monde 1989, juin 1989.

Une étude du FMI (1995) montre qu'au cours des dix dernières années, dans quatorze des vingt pays ayant connu la croissance la plus rapide, le taux d'épargne a dépassé 25 %. Dans aucun de ces vingt pays,

il n'a été inférieur à 18 %. Sur la même période, huit des vingt pays dont le taux de croissance a été le plus faible ont connu des taux d'épargne inférieurs à 10 % et quatorze inférieurs à 15 %.

Levine et Renelt (1992) estiment des régressions croisées à partir de groupes de pays et montrent que les taux d'investissement (à la fois en capital physique et en capital humain) sont positivement et significativement liés au taux de croissance moyen, pour une grande variété de groupes de pays et de spécifications, ce qui, pour eux, est signe de robustesse de leurs résultats.

Les pays ayant atteint les plus forts taux de croissance économique sont ceux qui ont eu, en moyenne, les taux d'épargne et d'investissement les plus élevés. Certes, se pose un problème de causalité : n'est-ce pas la croissance qui augmente les taux d'épargne et d'investissement et non l'inverse ? Aujourd'hui, il semble admis que la causalité est double et que, s'il ne peut y avoir décollage économique durable sans effort d'épargne et d'investissement, la croissance induite rétroagit sur ces deux variables par l'intermédiaire du revenu. L'expérience des pays d'Asie du Sud-Est montre notamment que la croissance peut précéder l'augmentation du taux d'épargne. Une large part de l'épargne dont ont besoin les PVD à forte croissance peut ainsi s'autogénérer.

10

Il convient à présent d'étudier les sources financières de la croissance dans les pays méditerranéens.

### *Le potentiel financier des pays méditerranéens*

Les études basées sur les pays à forte croissance mettent en exergue le rôle joué par l'accumulation du capital. Les taux d'épargne et d'investissement, ainsi que la qualité du capital accumulé, jouent un rôle crucial dans les politiques de croissance. Parallèlement, les économies à forte croissance sont également les mieux intégrées à l'économie internationale, intégration mesurée notamment par les entrées de capitaux. Il s'agit ici d'étudier le niveau de développement financier atteint par les différents pays méditerranéens, ainsi que leur degré d'intégration financière, préalable nécessaire à la mise en place de politiques financières pouvant accélérer la convergence économique.

### *Des taux d'épargne et d'investissement en baisse*

Globalement, les résultats économiques des quinze dernières années sont décevants pour les pays de la Zone méditerranéenne. Sur la période 1980-1995, la croissance des pays méditerranéens est bien plus faible que la croissance des pays d'Asie, mais également que la croissance moyenne des PVD. Pris dans leur ensemble, les pays de la Méditerranée

sont le groupe de pays qui connaît la plus forte baisse du taux d'épargne sur l'ensemble de la période, comme le montre le tableau suivant. L'investissement est également fortement décroissant. Malgré cette baisse, le groupe des pays méditerranéens est celui dans lequel l'écart entre investissement et épargne est le plus fort (hors pays d'Afrique noire très endettés).

**Tableau n° 3**  
**Taux d'épargne et d'investissement par groupes de pays**  
**(moyenne sur la période, % du PIB)**

	1976-1980	1981-1985	1986-1990	1991-1995
<b>Monde</b>				
Taux d'épargne	25,1	22,7	23	21,4
Taux d'investissement	25,4	23,7	23,8	22,7
<b>Pays industrialisés</b>				
Taux d'épargne	22,7	20,9	20,5	19,2
Taux d'investissement	23	21,3	21,3	19,8
<b>PVD</b>				
Taux d'épargne	26,1	22,1	24,4	24,2
Taux d'investissement	26,4	24,5	25,5	25,9
<b>Afrique</b>				
Taux d'épargne	27,4	20,4	18,6	19,3
Taux d'investissement	30,4	24,2	20,6	21,1
<b>Asie</b>				
Taux d'épargne	26,2	25,8	29,8	29,6
Taux d'investissement	27	27,6	30,3	30,7
<b>Amérique latine</b>				
Taux d'épargne	20,5	17,4	19,4	16,8
Taux d'investissement	24	20,3	20,8	19,4
<b>PECO</b>				
Taux d'épargne	32,7	28,8	28,4	18,8
Taux d'investissement	32,5	28,9	28,1	20,6
<b>Pays méditerranéens*</b>				
Taux d'épargne	35,2	21,6	19,5	18,4
Taux d'investissement	27,9	25,7	22,2	22,5

\* Hors pays de l'Union européenne

Source : Calculs à partir des Perspectives de l'économie mondiale du FMI.

Les pays de la Méditerranée, dont la croissance des années soixante-dix reposait en grande partie sur l'endettement, ont subi gravement le retournement des conditions financières internationales et ont dû comprimer la demande interne. Cet ajustement s'est effectué au détriment de l'investissement (CEPII, 1992). Les situations sont cependant variées selon les pays.

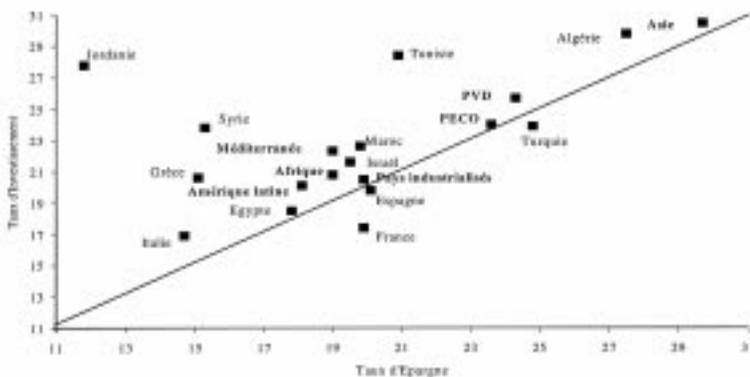
**Tableau n° 4**  
**Niveaux d'épargne, d'investissement et de revenu dans les pays méditerranéens**

	PNB en \$ par habitant 1995	Taux d'investissement 1990-1995	Taux d'épargne 1990-1995	Taux de croissance 1990-1995
Egypte	790	18,5	17,8	1,9
Syrie	1110	23,8	15,3	6,6
Maroc	1130	22,6	19,8	1,7
Jordanie	1500	27,8	11,8	4,6
Algérie	1580	29,8	27,5	0,4
Tunisie	1860	28,4	20,9	4,4
Liban	2670	22,4	-	8,5
Turquie	2670	23,9	24,8	4,2
Grèce	7683	20,6	15,1	1
Espagne	14665	19,8	20,1	1,8
Israël	15056	21,6	19,5	6
Italie	19687	16,9	14,7	1,3
France	27073	17,4	19,9	1,4

Sources : • FMI, Statistiques financières internationales, 1997  
 • FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 1997  
 • Banque Mondiale, Trends in Developing Economies, 1996.

12

**Graphique n° 1**  
**Taux d'épargne et d'investissement comparés dans différents pays**  
 (% , moyenne 1985-1995)



Source : Construit à partir des données de la Banque Mondiale, 1996.

Nous avons regroupé et classé les différents pays en fonction des taux de croissance moyens atteints sur la période 1990-1995. On observe que le classement des taux de croissance est, en moyenne, corrélé au classement des taux d'épargne et d'investissement.

Le lien entre taux de croissance, taux d'épargne et taux d'investissement semble ainsi confirmé par le tableau n° 5. Les performances

économiques des pays méditerranéens sont corrélées, en moyenne, avec leur niveau de développement financier.

**Tableau n° 5**  
**Taux de croissance, d'épargne et d'investissement**  
**par groupes de pays (moyenne, 1990-1995)**

	Taux de croissance	Taux d'investissement	Taux d'épargne
<b>Forte croissance</b>			
Asie	8 %	31,9 %	31,2 %
<b>Croissance moyenne</b>			
Tunisie, Israël, Jordanie, Syrie, Turquie	5,5 %	25,4 %	21,7 %
<b>Faible croissance</b>			
Amérique Latine	2,9 %	20,4 %	18,2 %
Pays industrialisés	2,7 %	20,7 %	19,8 %
Maroc, Egypte	1,8 %	20,5 %	18,8 %
Afrique	1,6 %	20,2 %	17,3 %
Grèce, Italie, Espagne	1,5 %	19,1 %	16,6 %

Source : Calculs à partir des Perspectives de l'économie mondiale du FMI.

### *Un investissement peu productif*

Le recours facile à l'endettement dans les années soixante et soixante-dix et des conditions extérieures favorables à la croissance ont permis à l'investissement d'atteindre des niveaux parfois très élevés dans les pays méditerranéens. L'accumulation du capital a cependant été sans commune mesure avec la croissance de la production passée et l'affectation de ce capital est apparue en outre peu productive. Dans la plupart des pays, cela se traduit par un coefficient marginal de capital élevé.

La mesure de l'efficacité de l'investissement en termes de production engendrée (ICOR, Incremental-capital-output ratio) confirme l'existence, dans de nombreux pays, d'un problème d'efficience de l'investissement.

L'ICOR est beaucoup plus élevé dans les pays méditerranéens que dans d'autres régions. Les chiffres du tableau n° 6 suggèrent que l'efficacité de l'investissement est faible et qu'elle s'est fortement dégradée à partir du milieu des années quatre-vingts. Pour Bisat *et al.* (1997), la faible efficacité du capital doit être associée dans une certaine mesure à de fortes dépenses en capitaux publics. Aujourd'hui, l'investissement apparaît trop faible, fortement orienté vers le secteur public - reflétant le rôle dominant de l'Etat -, très dépendant des conditions extérieures et moins productif que dans beaucoup d'autres régions.

### *Un recours réduit à l'épargne extérieure*

L'exemple des pays d'Asie montre que l'épargne extérieure peut jouer

un rôle important dans le processus d'accumulation des pays à forte croissance. Les différents marchés mondiaux de capitaux sont aujourd'hui de plus en plus intégrés et la capacité d'un pays à attirer et conserver les investissements de portefeuille et les investissements directs étrangers apparaît directement liée au climat économique et à l'existence de structures financières adaptées.

**Tableau n° 6**  
**Coefficients marginaux de capital (ICOR)\***

	Années 1970	Années 1980	1990-1995
PVD	5,5	5,1	4,7
Afrique	11,1	8	11,2
Asie	4,3	3,8	4,2
Peco**	5,7	8,7	-
Amérique Latine	5,8	10,1	7,6
Méditerranée***	9,4	8,3	10,4

**ICOR dans les pays méditerranéens (1990-1995)**

Egypte	Syrie	Maroc	Jordanie	Algérie	Tunisie	Liban
9,9	3,6	12,2	4,5	46	6,1	2,7
Turquie	Grèce	Espagne	Israël	Italie	France	
5,6	20,6	11,3	3,6	12,4	11	

14

\* Mesuré par le rapport de la moyenne arithmétique des taux d'investissement annuels et du taux de croissance annuel moyen de la production en termes réels.

\*\* Les taux de croissance négatifs en termes réels observés par les pays de l'Est entre 1990 et 1995 ne nous permettent pas de calculer l'ICOR sur cette période.

\*\*\* Hors pays de l'Union européenne.

Sources : • Banque Mondiale, Trends in developing Economies, 1996.

• FMI, Perspectives de l'économie mondiale, mai 1996.

La situation actuelle appelle trois grandes remarques. La première porte sur la faible intégration financière des économies méditerranéennes à l'économie mondiale. En 1996, les pays méditerranéens en développement n'ont attiré que 2,6 % des flux nets de capitaux à plus d'un an à destination des PVD, alors que ces pays représentent environ 12 % du PIB de ces pays. La part des financements d'origine externe est donc faible, comparée aux autres pays en voie de développement, bien que les situations soient contrastées.

**Tableau n° 7**  
**Taux bruts de recours à l'épargne externe (% , 1994)**

Maroc	Algérie	Tunisie	Egypte	Jordanie	Liban	Syrie
5,2	5,4	2,3	11,6	23,1	50	9,3
Israël	Turquie	Grèce	Italie	France	Espagne	
8,7	- 1,2	10,2	- 3,6	- 2,2	0,6	

Source : Reiffers, 1997.

Ces financements d'origine externe sont en outre soumis à d'amples

fluctuations, qu'ils soient de nature publique ou privée, ce qui rend difficile toute stratégie de long terme. Un des avantages attendu du partenariat euro-méditerranée est d'offrir un horizon à moyen terme, à partir de moyens financiers plus conséquents. Le développement des financements publics d'origine européenne devrait être un facteur d'attrait pour les financements d'origine privée.

La deuxième remarque concerne la faible part des capitaux privés dans le financement extérieur des pays méditerranéens. Les financements publics apparaissent dominants, concentrés sur quelques pays (Égypte, Maroc, Tunisie), en fonction d'intérêts géostratégiques ou d'affinités anciennes (Reiffers, 1997).

**Tableau n° 8**  
**Décomposition des flux nets de capitaux à plus d'un an**  
**en Méditerranée et dans les PVD (en %, 1996)**

	Méditerranée	PVD
Ressources publiques	58	12,3
Dons	54	9,4
Prêts 4	2,9	
Ressources privées	42	87,7
Dettes 12,3	29,2	
dont crédits	0,2	12,1
obligations	10,7	16,2
autres 1,4	0,8	
Investissements directs nets	8,1	42,2
Investissements de portefeuille	21,6	16,3
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Source : Construit à partir des données de la Banque mondiale, 1998.

Les financements publics dans les économies méditerranéennes s'effectuent à 93 % sous forme de dons (soit près de 14 % des dons mondiaux aux PVD), dont près de la moitié sont à destination de l'Égypte et de l'Algérie. Les financements d'origine privée sont faibles bien qu'en hausse. Ils représentent 42 % du financement externe en Méditerranée, contre 87,7 % en moyenne pour l'ensemble des PVD. Ces flux sont par exemple six fois plus importants dans les économies en transition en 1996. L'Égypte, le Liban, l'Algérie et le Maroc sont les principaux pays d'accueil des capitaux privés.

La troisième remarque porte enfin sur la structure du financement privé. Les économies méditerranéennes sont caractérisées par un volume particulièrement faible d'investissements directs étrangers (IDE), sans commune mesure avec leur niveau de revenu. A titre de comparaison, les flux d'IDE à destination de l'ensemble des économies en transition sont vingt-cinq fois supérieurs pour un niveau de revenu 1,5 fois plus grand. Aujourd'hui, les pays du Sud de la Méditerranée attirent moins de 1 %

des flux d'investissements directs à destination des PVD. Ces flux sont aux trois-quarts à destination de l'Égypte, du Liban, du Maroc et de la Tunisie, et massivement investis dans le secteur de l'énergie.

Une des questions qui se pose pour de nombreux pays méditerranéens est leur capacité à relever des taux d'épargne et d'investissement assez bas, surtout si on les compare à ceux des pays émergents les plus performants, et à attirer les flux de capitaux étrangers, afin d'atteindre des taux de croissance plus élevés. Qu'il s'agisse de favoriser le financement interne de la croissance ou d'exploiter les gains de la globalisation financière internationale, les performances des pays méditerranéens dépendront avant tout de leur capacité à assurer le développement d'un système bancaire et financier interne performant.

### *DÉVELOPPEMENT DU SECTEUR FINANCIER ET CROISSANCE*

L'idée que le développement du secteur financier<sup>2</sup> influence la croissance n'est pas nouvelle, mais elle connaît aujourd'hui un regain d'intérêt avec l'apport conséquent de la théorie de la croissance endogène<sup>3</sup>. Cette dernière met en évidence l'impact généralement positif des intermédiaires financiers sur la croissance, impact que de nombreuses études empiriques ont cherché à vérifier.

16

Plusieurs auteurs ont mis en exergue des corrélations positives entre développement du système financier et croissance économique. Ces études se basent plutôt sur la structure et l'évolution du système bancaire car, dans les PVD, les banques dominent le marché du financement. Il s'agira ensuite d'évaluer le potentiel financier des pays de la Méditerranée par le degré de développement des circuits financiers dans ces pays.

#### *Une corrélation positive sur longue période*

Les études empiriques révèlent que les pays qui connaissent les taux d'épargne et d'investissement les plus élevés ont parallèlement les secteurs financiers les plus développés. L'expérience de nombreux PVD, notamment des pays d'Asie du Sud-Est, suggère qu'un secteur financier développé aide à promouvoir l'efficacité de l'allocation des ressources réelles. Inversement, dans beaucoup de pays à faible croissance, on constate que l'intermédiation est faible. Ainsi, alors que le ratio M2 sur PNB, qui peut représenter une approximation du développement financier, est égal, en moyenne, sur la période 1984-1992, à 25 % du PIB en Afrique Saharienne, il atteint 70 % dans les NPI d'Asie.

King et Levine (1993a) à partir des variables des Statistiques financières internationales du FMI mesurent le niveau de développement du secteur financier, sur la base de cinq indicateurs, dans quatre-vingt pays,

développés ou en voie de développement, de 1960 à 1989, qu'ils regroupent en quatre catégories : pays à croissance très rapide, rapide, lente et très lente.

**Tableau n° 9**  
**Niveau de développement du secteur financier et croissance**

	Taux de croissance (g)			
	g > 3%	3% > g > 2%	2% > g > 0,5%	g < 0,5%
M2 / PNB	60	38	29	22
(M2 - M1) / PNB	37	20	15	7
Actifs des banques commerciales sur actifs totaux du secteur bancaire agrégé	81	73	71	6
Crédits au secteur privé (banques et Banque centrale) sur crédits totaux	70	56	61	51
Crédits au secteur privé en pourcentage du PIB	35	27	20	13
Croissance moyenne	4,5	2,6	1,4	- 0,5

Source : King et Levine (1993a).

Les indicateurs financiers utilisés par ces auteurs sont au nombre de cinq. Les deux premiers mesurent la taille des institutions financières par le volume d'actifs liquides du système financier rapporté au PIB. Le troisième indicateur évalue les parts respectives des banques et de la Banque centrale dans l'allocation du crédit. L'idée sous-jacente est que les banques sont plus à même de remplir les fonctions bancaires que l'Institut d'émission. Les deux dernières mesures concernent l'allocation du crédit. La première rapporte le crédit alloué aux entreprises privées sur le total du crédit domestique (hors crédits interbancaires), la seconde le crédit aux entreprises privées au PIB. Les systèmes bancaires qui allouent davantage de crédit aux entreprises privées sont supposés être plus impliqués dans le développement, le contrôle et la surveillance des entreprises que les banques qui se contentent de transférer simplement des financements au gouvernement ou aux entreprises publiques. La part des prêts à destination des entreprises privées ne peut cependant représenter qu'une approximation de la taille du secteur privé dans l'économie.

King et Levine partent de l'idée que dans beaucoup de pays en voie de développement, une fraction importante des fonds est intermédiée par la Banque centrale et allouée au gouvernement et aux entreprises publiques. Une étude du FMI (1996) indique que sur la période 1990-1995, la part des avoirs des Banques centrales dans le total des avoirs des institutions financières des pays les moins avancés (PMA) était cinq fois plus élevée que dans les nouveaux pays industriels (NPI) d'Asie et deux fois et demie plus élevée que la part moyenne des PVD.

Le tableau n° 9 indique l'existence d'une corrélation entre le niveau de développement du système financier, la croissance, l'investissement et l'efficacité du capital. Les pays qui croissent le plus vite sont ceux dans lesquels une plus grande fraction de crédit est allouée par les banques commerciales (et non par les autorités monétaires) et vers le secteur privé. Tous ces résultats sont significatifs à 1 % dans différentes régressions standard de croissance qui incluent des variables de commerce, de politiques monétaire et budgétaire (part des importations et exportations dans le PNB, part des dépenses gouvernementales, taux d'inflation), mais également pour différents sous-ensembles de pays ou de périodes. King et Levine (1993a) en concluent que leurs résultats sont robustes au sens de Levine et Renelt (1992) car ils ne varient pas, quels que soient les régressions ou les groupes de pays<sup>4</sup>.

King et Levine (1993a) s'intéressent également au lien entre efficacité de l'investissement (mesuré par l'ICOR), accumulation du capital et développement du secteur financier. Ils concluent, là encore, que les pays qui accumulent le plus et qui croissent de manière la plus efficace sont ceux dans lesquels le système bancaire est le plus développé et dans lesquels une plus grande fraction de crédit est allouée par les banques commerciales vers le secteur privé (en pourcentage du PIB). De Gregorio et Guidotti (1995) trouvent, pour leur part, que l'effet du développement du secteur financier sur la croissance est majoritairement transmis à travers une hausse de la productivité marginale du capital, et non via une hausse du niveau de l'investissement.

Demirgüç-Kunt et Levine (1996) mettent en évidence un lien entre développement du secteur financier et développement économique, mesuré par le niveau de revenu, à partir d'un échantillon de 48 pays. L'augmentation du revenu d'un pays va de pair, dans leur étude, avec la croissance de la taille de l'intermédiation financière (en pourcentage du PIB), de la part des banques par rapport à la Banque centrale dans l'allocation du crédit, des institutions financières non bancaires et de la taille des marchés financiers.

Le développement du système financier peut également concerner les marchés financiers. Atje et Jovanovic (1993), à partir d'un échantillon de 75 pays, concluent à l'influence positive des marchés financiers sur la croissance, pour les années quatre-vingts. Pour Laroche *et al.* (1995), le développement des marchés de titres ne contribue cependant fortement à la croissance économique que si l'on contrôle la variance des cours boursiers. Leur rôle est non significatif dans le cas contraire.

Les différentes études empiriques confirment l'existence d'un lien entre développement du système financier et croissance, mais aucune relation de causalité n'est clairement mise en évidence. La corrélation entre croissance économique et niveau de développement financier

semble en fait traduire une influence réciproque. D'une part la disponibilité accrue de ressources financières du fait du développement du système financier permet de stimuler la croissance; mais, d'autre part, la demande générée par une croissance plus forte, en augmentant les revenus et l'épargne, favorise à son tour le développement du système financier. Pour le FMI (1996), le rôle moteur du système financier est pourtant avéré ; *«le niveau initial du développement financier influence le niveau ultérieur de la croissance»*.

Pour montrer cela, King et Levine (1993a) régressent un indicateur de croissance moyen sur la période 1960-1989 sur une variable de développement financier de 1960, donc antérieure à la période de régression, pour 57 pays. Les résultats sont significatifs : la variable prédéterminée de développement financier prévoit bien la croissance à long terme (elle est significative sur les trente années). Elle prévoit également le taux d'accumulation de capital physique (sur dix ans) et l'amélioration de son efficacité. Le résultat apparaît stable sous diverses méthodes d'estimation, après prise en compte de différentes variables de politiques économiques ou d'une variable de croissance économique de la période précédente.

Pour Jung (1986), dont l'étude porte sur un échantillon de 56 pays, le développement de l'activité financière influencerait la croissance au cours des premiers stades du développement économique, mais le sens de la causalité s'inverserait par la suite. Berthélémy et Varoudakis (1995) montrent enfin qu'un développement financier insuffisant peut créer des trappes de pauvreté. En-deçà d'un certain niveau de développement du système financier, et même si d'autres conditions économiques sont remplies, la croissance est plus faible et le rattrapage économique difficile.

19

### *Le niveau de développement de la sphère financière dans les pays de la Méditerranée*

L'analyse du degré de développement de la sphère financière dans les pays de la Méditerranée révèle que le potentiel financier de ces pays est souvent important, mais qu'il n'est pas pleinement exploité.

Quand on mesure le rapport de M2 ou de (M2 - M1) au PIB, on constate que, à quelques exceptions près, les pays de la Méditerranée sont bien développés financièrement par rapport à la majorité des PVD (cf. critères de King et Levine, 1993a). Seuls trois pays méditerranéens ont un taux de liquidité inférieur à la moyenne des PVD. Plus généralement, la République arabe syrienne, le Maroc, l'Algérie, la Tunisie et la Turquie semblent accuser un certain retard par rapport aux pays les plus avancés de la zone.

**Tableau n° 10**  
**Niveau de développement du système financier dans différents**  
**pays et groupes de pays (% , moyenne sur la période 1990-1995)**

	(M2 - M1) /	(M2) / PIB	Actifs banques / système bancaire	Crédit privé / crédit total	Crédit privé/PIB
Egypte	62,7	84,4	62	33,5	23,4
Syrie	13,8	62,2	50	15,4	9,1
Maroc	15	60,4	80,8	51,1	25,3
Jordanie	72,5	117	76,8	68,8	64,7
Algérie	14,2	57,1	70	13,8	7,4
Tunisie	25,3	45,1	98,5	91,2	53,1
Liban (1993)	111	120	91,2	64,5	45,3
Turquie	21	27,8	74,2	53,3	16,5
Libye	-	41	38	38,6	-
Grèce	34,7	48,4	65,7	28	21,4
Espagne	48,5	77,1	95,5	68,9	74,3
Israël	64,1	70,5	94	67,1	62
Italie	25,6	61,3	82	53,2	41,8
France	40	64,2	98,9	88,5	92,6
PECO	30,9	55	69,5	13,9	11,7
Pays indus.	49	70	92,5	-	70,3
PMA	12,5	14	43,3	-	12,4
PVD	18,3	36,3	81	-	36,5
NPI	24,5	67,4	89	-	82,2
Médit : total	44,4	68,5	73,5	49,7	34
bas revenus	35,6	76	67,9	36,6	25
revenus moyens	48	56,5	69,1	52,8	30,3
hauts revenus*	44,5	68,3	92,6	69,4	67,7

\* Pays de l'Union européenne et Israël.

Sources : Calculs à partir des Statistiques Financières Internationales du FMI, des Perspectives de l'économie mondiale du FMI, des Indicateurs économiques à court terme de l'OCDE et de Eken et al. (1995) pour le Liban.

Le développement financier apparaît en revanche plus faible si l'on considère la part des banques commerciales dans le système bancaire ou la part du crédit à destination du secteur privé. En ce qui concerne ces deux critères, environ la moitié des pays méditerranéens font moins bien que la moyenne des PVD. En Egypte, au Maroc, en Algérie et en Syrie, le crédit au secteur privé est ainsi réduit, en grande partie du fait du sous-développement du secteur privé lui-même. Les chiffres plus élevés observés en Tunisie, en Jordanie et au Liban confirment l'avance de ces pays en termes de privatisations.

Pour de nombreux auteurs, comme Alonso-Gamo *et al.* (1997), l'existence d'un secteur public étendu dans les pays méditerranéens a pu évincer les initiatives privées et réduire les opportunités d'investissement pour les capitaux domestiques et étrangers. Les pays méditerranéens ont

un secteur public traditionnellement plus étendu que les autres pays en voie de développement. Les dépenses gouvernementales sont par exemple supérieures de neuf points au niveau moyen des PVD. Les privatisations peuvent, dans ce contexte, être perçues comme un moyen de réorienter les financements vers le secteur privé, mais également d'attirer les flux de capitaux sous forme d'investissements directs ou de portefeuille.

Le tableau suivant mesure le degré de développement de la sphère bancaire en rapportant le volume d'actifs bancaires au PIB.

**Tableau n° 11**  
**Actifs bancaires sur PIB, 1995 (1993 pour le Liban)**

Egypte	Syrie	Maroc	Jordanie	Algérie	Tunisie	Liban	Turquie	Grèce
1	0,54	0,53	1,5	0,37	0,61	1,3	0,42	1
Espagne	Israël	Italie	France	Méditerranée*	CEE	E.U.	Japon	Peco
1,4	1,2	1,1	1,55	0,84	1,5	1,1	3	0,84

\* Hors pays de l'Union européenne.

Sources : Calculs à partir des statistiques de The Banker (septembre et octobre 1996 et 1997), des Statistiques Financières Internationales du FMI, et de Eken et al. (1995) pour le Liban.

La mesure du degré de développement de la sphère bancaire indique qu'Israël, le Liban et la Jordanie ont les systèmes bancaires les plus développés. Ce sont également ces pays qui atteignent les taux de croissance les plus élevés (hors Syrie) ; 6,4 % en moyenne sur la période 1990-1995. A l'opposé, l'Algérie, la Turquie, la Syrie, la Tunisie et le Maroc accusent un certain retard. Ces derniers pays ont parallèlement le plus faible taux de liquidité (mesuré par la quasi-monnaie sur le PIB) et un taux de croissance moyen de 3,5 %.

Si on rapproche le tableau n° 11 des niveaux de revenus dans chaque pays (tableau n° 4), on constate que l'Egypte, la Jordanie et le Liban ont un système bancaire relativement développé, compte tenu de leur niveau de revenu. A ces trois exceptions près, le niveau de développement du secteur financier reflète plutôt bien les niveaux de revenu, davantage que les taux d'épargne et d'investissement, avec lesquels la corrélation semble moins évidente.

Nous avons rapproché l'ensemble des critères de développement financier (tableaux n° 4, 6, 10 et 11) pour établir un classement des pays méditerranéens.

Trois grands groupes de pays se dégagent. Le premier groupe, comparativement en avance en termes de développement financier, comprend le Liban, Israël et la Jordanie. Le deuxième groupe de pays inclue la Tunisie, la Turquie, l'Egypte et le Maroc. Ces pays, à l'exception de l'Egypte, ont des taux d'épargne et d'investissement plutôt élevés. La Tunisie a, en outre, la particularité d'avoir mis en place d'importantes réformes financières, ce qui se traduit par la place importante des

banques commerciales et du secteur privé dans le financement, et place ce pays très proche du premier groupe. Enfin, le dernier groupe, composé de la Syrie et de l'Algérie, se caractérise par des taux de liquidité très faibles, les plus faibles de la zone, traduisant une certaine défiance dans la monnaie nationale et par un degré de développement du système bancaire également parmi les plus faibles.

Le fait que, globalement, les pays de la Méditerranée connaissent des indicateurs de développement financier relativement élevés (ampleur des circuits financiers et de l'intermédiation financière), mais des taux de croissance, d'investissement et d'épargne comparativement plus faibles que dans d'autres zones, peut suggérer l'existence d'un certain nombre d'inefficiences au sein de la sphère bancaire.

### *EFFICACITE DU SECTEUR FINANCIER ET CROISSANCE*

La plupart des études, théoriques comme empiriques, qui montrent le rôle primordial du secteur financier dans la croissance, concluent que le développement inadéquat du système financier peut constituer un obstacle à la croissance et que sa réforme, consistant à développer des mécanismes de marché, doit être considérée comme prioritaire. Les chocs extérieurs auxquels ont été soumis les pays de la Méditerranée au début des années quatre-vingts (bouleversement des conditions financières internationales et des termes de l'échange) ont donné une certaine impulsion aux réformes des structures financières dans ces pays. Pour l'heure, les systèmes financiers n'apparaissent cependant pas totalement libéralisés.

#### *Libéralisation financière et croissance*

Le lien entre croissance et développement financier renvoie à la question de la répression financière. Selon les analyses théoriques faisant référence aux travaux de McKinnon (1973) et de Shaw (1973), le maintien de taux d'intérêt bas et plus généralement l'ensemble des interventions publiques visant à réprimer l'activité bancaire ne permettent pas d'atteindre le taux de croissance optimal de l'économie, en réduisant le taux d'épargne, le taux d'investissement et son efficacité<sup>5</sup>. De nombreuses études empiriques ont cherché à confirmer ces hypothèses.

Une étude de la Banque Mondiale (1989) montre qu'il existe un lien entre niveau des taux d'intérêt réels et développement financier (mesuré par M3/PIB), taux d'épargne, taux d'investissement et taux de croissance économique.

Fischer (1993) établit une relation négative entre la croissance, l'inflation (qui approxime le degré de répression financière) et le déficit budgétaire.

**Tableau n° 12**  
**Taux de croissance et autres indicateurs économiques,**  
**par groupes de pays classés selon le niveau**  
**des taux d'intérêt réels, 1974-1985 (%)**

Taux d'intérêt réels	Positifs 3%	Modérément négatifs - 2,4%	Fortement négatifs - 13%
Taux de croissance du PIB	5,6	3,8	1,9
M3 / PIB	40,3	34	30,5
Investissement / PIB	26,9	23,2	23
Variation PIB / investissement	22,7	17,3	6,2
Variation M3 réelle / épargne réelle	16,6	8,2	- 0,9
Taux d'inflation	20,8	23,9	50,3
Volatilité du taux d'inflation	12,2	9,1	23,5

Source : Banque Mondiale, Rapport sur le développement dans le monde, juin 1989.

De Gregorio (1993) met également en évidence, pour l'Amérique Latine, l'existence d'un lien négatif entre le niveau de l'inflation, qui représente un indicateur d'inefficacité du système fiscal ou de répression financière, la volatilité de l'inflation et la croissance. Roubini et Sala-i-Martin (1992) trouvent quant à eux, une corrélation négative entre le taux de réserves bancaires (qui indique l'existence d'une répression financière) et la croissance. Le lien entre taux d'intérêt réels négatifs et faibles de l'investissement a également été démontré par d'autres études empiriques (Fry, 1995).

La causalité entre taux d'intérêt réels et croissance peut cependant être double : un pays où s'opèrent des investissements productifs peut également servir des taux d'intérêt plus élevés. Il convient de noter que les investigations empiriques examinant la relation entre taux d'intérêt et croissance sont à la fois des tests de la répression financière et de l'hypothèse d'influence des services financiers sur la croissance. En effet, outre leur influence directe sur la croissance, les taux d'intérêt ont également un effet indirect car ils conditionnent la capacité du système financier à fournir un niveau conséquent de services financiers. De plus, il s'avère que la corrélation entre répression financière et croissance est surtout vraie pour les taux d'intérêt très fortement négatifs (ou très fortement positifs).

*Essai de typologie du niveau de répression financière  
dans les économies méditerranéennes*

La mise en place, dans les pays méditerranéens, de systèmes bancaires et financiers modernes et fonctionnant sans entraves autres que prudentielles doit améliorer les conditions internes du financement de la croissance par une meilleure mobilisation de l'épargne et une utilisation

plus efficace. Elle doit également être appréhendée comme un facteur déterminant d'intégration financière internationale.

La naissance de l'UEM, outre la mise en place d'une Zone euro, s'accompagne de la création d'un espace financier unifié au sein de l'Union. Cette création peut être l'occasion pour les pays méditerranéens, naturellement proches de la Zone Europe, d'accéder aux flux d'épargne générés par ce nouveau marché. En effet, dans une perspective de diversification des portefeuilles, les investisseurs vont devoir trouver de nouvelles formes d'investissements, ne pouvant plus se baser sur une diversification européenne de leurs portefeuilles. Cela peut être l'occasion pour les économies émergentes de la Méditerranée d'attirer de nouveaux flux d'investissements directs et de portefeuille d'origine européenne. Les structures financières sud-méditerranéennes doivent être capables d'attirer les capitaux de la Zone euro, mais également de gérer ces flux.

Nous avons essayé d'évaluer le degré de répression des systèmes financiers dans les pays de la Méditerranée à partir d'une grille de lecture commune afin de préciser la capacité de ces pays à financer de façon interne leur croissance, mais également à attirer et optimiser la gestion des capitaux étrangers.

24

Une typologie utile dans le cadre des pays méditerranéens est celle basée sur la dichotomie entre système financier réglementé et système libéralisé (Germidis, Kessler et Meghir 1991, Goux 1994). Cette typologie sépare systèmes financiers « réprimés » dans lesquels le gouvernement contrôle l'allocation des ressources, directement ou indirectement, et systèmes « libéralisés », caractérisé par des marchés de finance directe développés et par la prédominance des forces de marché pour l'octroi des financements et la fixation des prix.

Pour simplifier l'analyse, nous avons retenu six des huit critères de distinction que Germidis, Kessler et Meghir proposent de retenir, critères qui couvrent l'aspect institutionnel et la place des mécanismes de marché. En ce qui concerne l'aspect institutionnel, les critères sont la régulation de la concurrence bancaire, la place du Trésor dans le financement (éviction financière) et l'indépendance de la Banque centrale dans la création monétaire. Les forces du marché sont représentées par le niveau des taux d'intérêt réels, la place des marchés financiers et l'importance du contrôle des changes.

Nous avons utilisé ces six critères pour essayer de situer le degré de répression financière dans les pays de la Méditerranée.

Le premier bloc de critères concerne l'aspect institutionnel. Le tableau suivant montre tout d'abord que le système bancaire dans les pays méditerranéens est assez concentré, et ce, dans tous les pays. Les cinq plus grandes banques représentent partout plus de 60 % des actifs

bancaires, sauf en Italie et en France. En Algérie, en Syrie, en Israël et en Grèce, cette part est supérieure à 80 %.

**Tableau n° 13**  
**Part des cinq plus grandes banques dans le montant total des actifs bancaires (% , 1995)**

Egypte	Syrie	Maroc	Jordanie	Algérie	Tunisie	Liban
67	82,2	69	61	92	73	64
Turquie	Grèce	Israël	Italie	France		
66,4	81,6	93	30	50		
Peco	OCDE	Asie	Méditerranée			
85	34	59,5	69,1			

Sources : Calculs à partir des données statistiques de The Banker, juillet et décembre 1996 et d'Euromoney, septembre 1997.

Le faible degré de concurrence au sein du système bancaire est aggravé par l'existence de limites à l'implantation de banques étrangères. Seule la Jordanie n'impose aujourd'hui aucune restriction. Dans d'autres pays, une banque étrangère peut soit n'ouvrir que des branches (Liban), soit ne traiter qu'avec des non résidents (Maroc). D'autres pays imposent des contraintes de capital. Ainsi, en Egypte, une banque ne peut pas être détenue à plus de 49 % par des capitaux étrangers. Ces restrictions imposées aux banques étrangères sont un facteur de réduction de la concurrence et un frein aux transferts de savoir-faire et de technologie (Alonso-Gamo *et al.*, 1997).

25

Le deuxième critère de répression financière fait référence au degré d'indépendance de la Banque centrale. Nous l'avons évalué en mesurant la part des créances de cet organisme à destination de l'administration centrale.

**Tableau n° 14**  
**Créances de la Banque centrale sur l'administration centrale, 1996 (% du bilan de la Banque centrale)**

Egypte	Syrie (1995)	Maroc	Jordanie	Algérie (1995)	Tunisie	Liban (1993)
36,7	59,7	29,5	29,2	44,8	5,1	4,3
Turquie	Grèce	Espagne	Israël	Italie	France	
29,7	40,2	19,8	24,3	51,7	11	

Sources : Calculs à partir des Statistiques Financières Internationales du FMI et de Eken et al. (1995) pour le Liban.

Le troisième critère institutionnel concerne la place du Trésor dans le financement, en termes d'éviction financière. Celle-ci est en partie liée à l'ampleur des dépenses et des déficits budgétaires. L'Etat ne disposant que de possibilités limitées de financement sous forme de titres, une part importante de ce financement sera de nature monétaire. Dans ces pays,

il n'est également pas rare que les banques aient des obligations d'emploi en titres publics (par exemple au Maroc, les banques doivent y consacrer 5% de leur passif liquide).

**Tableau n° 15**  
**Part des créances nettes des administrations publiques**  
**dans le crédit interne, 1995 (%)**

Egypte	Syrie	Maroc	Jordanie	Algérie	Tunisie	Liban
42,4	43,1	46,7	22,3	48	8,8	35,5
Turquie	Grèce	Espagne	Israël	Italie	France	
32,8	63,5	23,8	28	41,8	11,5	

Source : Calculs à partir des Statistiques Financières Internationales du FMI.

Le second bloc permettant l'analyse du degré de répression financière concerne les « forces de marché ». Le niveau des taux d'intérêt réels est un de ces indicateurs.

**Tableau n° 16**  
**Niveaux des taux d'intérêt réels sur dépôts**  
**(%, taux annuels, moyenne 1990-1995)**

Egypte	Syrie	Maroc	Jordanie	Algérie	Tunisie	Liban	Turquie	Grèce	Espagne	Israël	Italie	France
-1,5	-6,9	1,9	-1,2	-10,3	5,2	-16	4,5	2,9	3,9	-0,6	2,4	2,7

Sources : Calculs à partir des Statistiques Financières Internationales du FMI.

Le tableau n° 16 indique que peu de pays connaissent des taux réels fortement négatifs. Ceci doit être rapproché du niveau relativement faible d'inflation observé dans beaucoup de pays. Les pays qui ont libéralisé en partie leurs taux d'intérêt, et même si les taux sur dépôts restent souvent plafonnés, connaissent parfois des taux d'intérêt réels relativement élevés, comme en Tunisie ou en Turquie<sup>6</sup>.

Le dernier tableau fait référence au degré de développement des marchés financiers, mesuré par la part de la capitalisation sur le PIB.

**Tableau n° 17**  
**Taux de capitalisation boursière (%), 1996)**

Egypte	Syrie	Maroc	Jordanie	Algérie	Tunisie	Liban
20,9	-	23,6	64,2	-	21,8	22,3
Turquie	Grèce	Israël	Espagne	Italie	France	
16,5	19,7	39,8	43,1	22,6	38,5	

Source : Calculs à partir des données de l'IFC (1998).

Malgré une forte progression depuis le début des années quatre-vingt-dix, particulièrement en Tunisie, en Egypte, au Maroc et au Liban (où la bourse a rouvert en 1996), la capitalisation des marchés financiers

méditerranéens reste faible comparée à celle des autres pays émergents.

Sont généralement considérés comme marchés émergents, les marchés grec, israélien et turc. En valeur absolue, ces deux derniers marchés représentent, à eux seuls, les trois-quarts de la capitalisation boursière des pays de la Méditerranée, hors pays de l'Union européenne (Vallée, 1997). Les taux de capitalisation atteints par la Jordanie, la Tunisie, le Maroc ou l'Égypte peuvent également conduire à considérer les bourses de ces pays comme des marchés émergents. Le taux de capitalisation masque cependant des insuffisances, comme le petit nombre de sociétés cotées (au 31/12/1996, 48 sociétés étaient cotées au Maroc, 98 en Jordanie, 30 en Tunisie et 5 au Liban) ou la sur-représentation des institutions bancaires. Ainsi, en Tunisie, deux-tiers de la capitalisation bancaire est détenue par des banques, qui représentent elles-mêmes près de la moitié des sociétés cotées.

Les privatisations ont permis le développement des marchés financiers, mais la liquidité des titres cotés reste faible et peu d'entreprises privées ont procédé à des émissions. En outre, les investisseurs étrangers sont rares : moins de 2 % de la capitalisation de l'ensemble des bourses méditerranéennes est détenue par des capitaux étrangers.

Outre les possibilités de financement alternatif au crédit bancaire (pour les agents privés comme pour l'État), le niveau de développement des marchés financiers peut représenter une approximation du degré d'intégration des différents pays dans le système financier international. Si Israël est fortement intégré, au même titre que la France, l'Italie ou l'Espagne, l'Algérie et la Syrie ne le sont pas du tout. Les autres pays se trouvent dans une situation intermédiaire.

Le dernier critère de répression financière retenu concerne l'ouverture des pays aux entrées et sorties de capitaux. Nous avons cherché à mesurer le degré de contrôle des mouvements de capitaux en tenant compte des diverses restrictions possibles : restrictions liées aux entrées/sorties/rapatriement des investissements directs étrangers, restrictions aux achats/émissions de titres sur les marchés monétaire/financier (achat/émission locale par des non résidents, achats/émission à l'étranger par des résidents) ou aux achats sur les marchés dérivés, restrictions sur les opérations de crédit, commercial ou financier (entrées ou sorties), comme sur les dépôts : possibilité, par les non résidents de détenir des dépôts en monnaie locale ou en devises sur le territoire ou, pour les résidents, de détenir des dépôts en devises ou des dépôts à l'étranger.

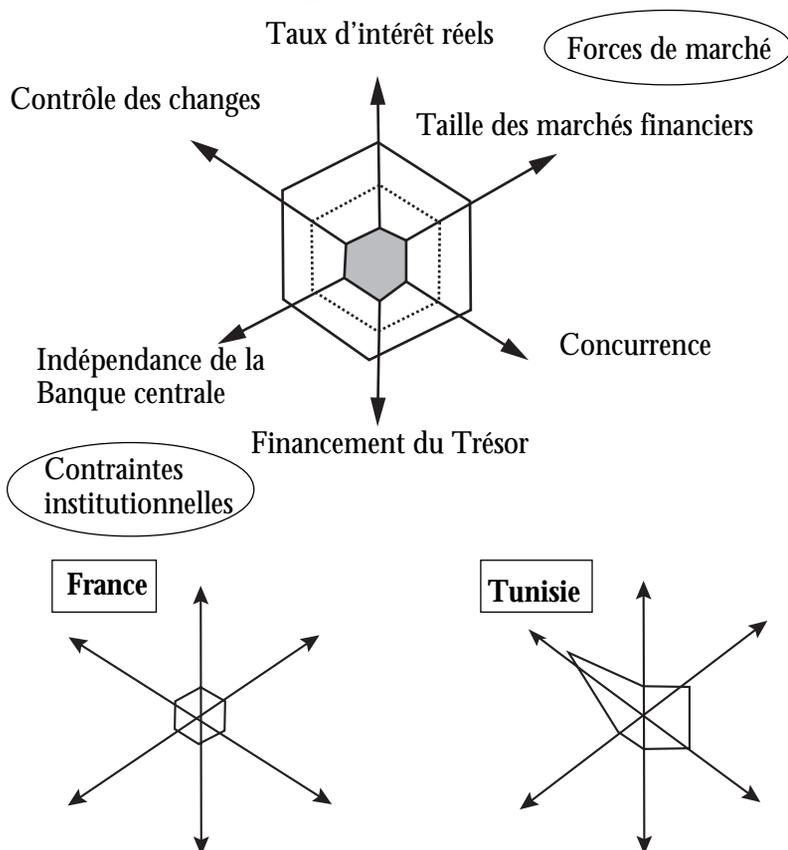
Il apparaît au total, sur la base de ces différents critères<sup>7</sup>, que la Syrie, la Tunisie, l'Algérie et le Maroc, malgré un assouplissement dans ces deux derniers pays respectivement depuis 1994 et 1995, imposent encore de fortes restrictions aux mouvements de capitaux. Ainsi, en Syrie, 85,7 % des opérations possibles sont contrôlées ou interdites. Ce

chiffre atteint 71,4 % en Tunisie, 61,5 % en Algérie et 57,2 % au Maroc.

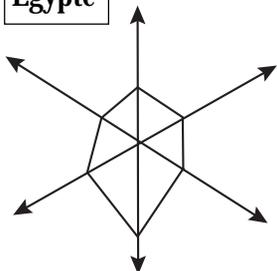
Les autres pays méditerranéens ont fortement réduit les contrôles sur les mouvements de capitaux depuis le début des années quatre-vingt-dix - comme la Turquie en 1989 (20 % des opérations possibles sont aujourd'hui encore contrôlées ou interdites) ou l'Égypte en 1997 (23 %) - voire les ont supprimés à plus de 95 % (Jordanie, Liban, et dans une moindre mesure Israël). Ces politiques d'assouplissement du contrôle des changes ont entraîné un afflux de capitaux nouveaux, premier pas vers une intégration financière renforcée.

Les différents critères de Germidis, Kessler et Meghir peuvent être représentés sur un polygone à six axes, et notés de un à trois, selon un degré croissant de répression financière. Une surface plus grande du polygone représentera ainsi un système financier réglementé, la surface la plus petite correspondra à un système libéralisé.

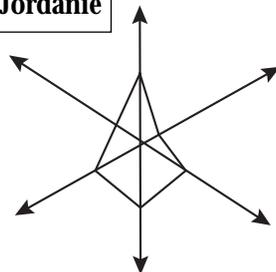
**Graphique n° 2 :  
Typologie des systèmes financiers**



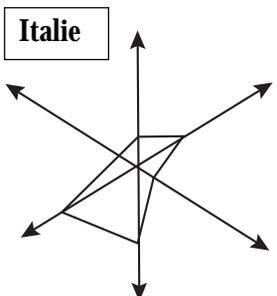
**Egypte**



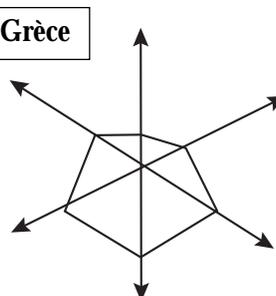
**Jordanie**



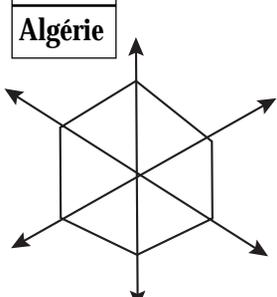
**Italie**



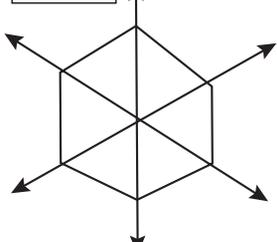
**Grèce**



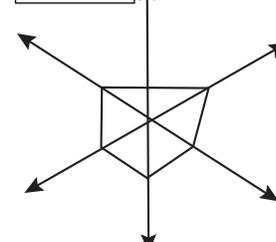
**Syrie**



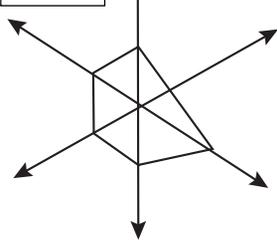
**Algérie**



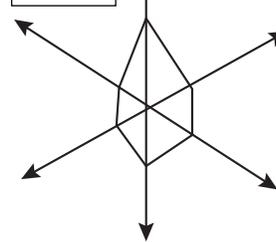
**Turquie**

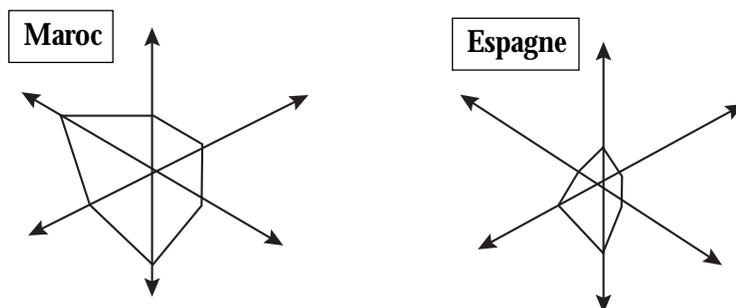


**Israël**



**Liban**





Au total, la Tunisie, la Jordanie, la Turquie, Israël et le Liban apparaissent être les pays méditerranéens dans lesquels les réformes structurelles sont les plus avancées. Ce sont également ceux qui ont lancé les réformes le plus tôt (années quatre-vingts). Des progrès ont été accomplis dans la déréglementation des prix, des programmes de privatisation ont été mis en place, les mouvements de capitaux sont peu à peu libérés. Si ces pays ont développé les « forces de marché », les structures institutionnelles restent encore aujourd'hui marquées par leur stratégie de développement basée dans les années soixante-dix sur l'omniprésence du secteur public.

30

A l'autre extrême, un second groupe de pays est composé de l'Égypte, du Maroc, de la Syrie et de l'Algérie. Ces pays sont également marqués par la forte présence du secteur public et plus généralement par le contrôle, par l'Etat, de la plus grande partie de l'activité économique et financière. Les premières mesures de libéralisation ont été prises assez tardivement, au début des années quatre-vingt-dix, et ces économies peuvent encore aujourd'hui être considérées comme financièrement réprimées.

Si l'on synthétise l'ensemble des critères de développement bancaire et financier et de répression financière, il est possible de dégager trois groupes de pays. Le premier groupe intègre l'Égypte, la Syrie et l'Algérie. Les réformes financières y ont pris du retard, ce qui pénalise la croissance (le taux de croissance moyen est de 3 % sur la période 1990-1995) et exclut ces pays de relations financières internationales régulières.

Trois pays sont dans une situation intermédiaire ; le Maroc, la Jordanie et la Turquie. Des réformes financières ont été entreprises au Maroc et en Jordanie, mais de façon beaucoup plus graduelle que dans d'autres pays, ce qui peut expliquer en partie le faible niveau de développement financier. En revanche, la Turquie a libéralisé son système bancaire et les mouvements de capitaux très brusquement, provoquant une crise financière, dont le secteur bancaire subit encore les effets. Le

taux de croissance moyen de ce groupe est de 3,5 %.

Le dernier groupe de pays comprend la Tunisie, le Liban et Israël, dont le développement financier s'est accéléré au début des années quatre-vingt-dix. La croissance y est forte ; 6,3 % en moyenne par an de 1990 à 1995. Ces pays possèdent tous les atouts pour devenir des marchés émergents actifs et faire partie intégrante d'un espace financier euro-méditerranéen.

La hiérarchie des différents pays, basée sur des indicateurs financiers, apparaît bien corrélée avec celle des niveaux de revenus.

L'analyse révèle ainsi que les pays de la Méditerranée ne forment pas un bloc compact en termes de développement financier. Si le lien entre croissance économique et développement financier (mesuré par les taux d'épargne et d'investissement) est avéré dans les différents pays, le lien avec le degré de développement de la sphère financière apparaît moins évident. Les pays de la Méditerranée ont globalement un potentiel financier important, mais qui n'est pas toujours pleinement exploité. Des niveaux de taux d'intermédiation élevés ne sont pas toujours corrélés à de forts taux de croissance, ce qui traduit certaines inefficiences de la sphère financière, et particulièrement bancaire.

Dans tous les cas, il importe que les réformes structurelles soient poursuivies. Les contraintes institutionnelles pesant sur les systèmes financiers, comme le maintien d'inefficiences bancaires qui leur sont souvent liées, sont un frein au développement économique et à l'intégration financière internationale. Les réformes financières doivent être consolidées, sous réserve qu'elles soient encadrées par une réglementation prudentielle stricte, et prendre en compte les nouvelles perspectives d'intégration financière offertes par l'UEM.

31

### BIBLIOGRAPHIE

- ALONSO-GAMO P., FEDELINO A., HORVITZ S. P. (1997), « Globalization and Growth Prospects in Arab Countries », Working Paper, n° 97/125, FMI, septembre.
- ATJE R., JOVANOVIĆ B. (1993), « Stock Markets and Development », *European Economic Review*, vol. 37, n° 2/3, avril, 632-640.
- BANQUE MONDIALE (1989), « Systèmes financiers et développement, indicateurs du développement dans le monde », Rapport sur le développement dans le monde 1989, Banque Mondiale, Washington DC.
- BANQUE MONDIALE (1993), « The East Asian miracle », A World Bank Policy Research Report, Oxford University Press.
- BANQUE MONDIALE (1996), « Trends in Developing Economies », The World Bank, Washington, D.C.
- BANQUE MONDIALE (1998), « Global Development Finance », The World Bank, Washington, D.C.
- BISAT A., EL-ERIAN M. A., HELBLING T. (1997), « Growth, Investment, and Saving in the Arab Economies », Working Paper, n° 97/85, FMI, juillet.
- BENCIVENGA V.R., SMITH B.D. (1991), « Financial Intermediation and Endogenous Growth », *Review of Economic Studies*, n° 58, 195-209.
- BERTHELEMY J-C, VAROUDAKIS A. (1995), « Clubs de convergence et croissance : le rôle du développement financier et du capital humain », *Revue Economique*, n° 2, 217-235.
- BLACKBURN K., HUNG V.T.Y. (1993), « A Theory of Growth, Financial Development and Trade »,

- Discussion Papers in Economics and Econometrics*, n° 9303, University of Southampton.
- CEPII (1992), *Economie mondiale 1990-2000, l'impératif de croissance*, Economica.
- DE GREGORIO J. (1993), « Inflation, Taxation, and Long-Run Growth », *Journal of Monetary Economics* vol. 31, n° 3, juin, 271-298.
- DE GREGORIO J., GUIDOTTI P. (1995), « Financial Development and Economic Growth », *World Development*, vol. 23, FMI, mars, 433-448.
- DE LA FUENTE A., MARÍN J.M. (1995), « Innovation, «Bank» Monitoring and Endogenous Financial Development », Discussion Paper, n° 1276, CEPR, novembre.
- DEMIRGUÇ-KUNT A., LEVINE R. (1996), « Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth : an Overview », *The World Bank Economic Review*, vol. 10, n° 2, 223-239.
- EASTERLY W. (1993), « How Much Do Distortions Affect Growth ? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, novembre, 187-212.
- EKEN S., CASHIN p., NURI ERBAS S., MARTELINO J., MAZAREI A. (1995), « Economic Dislocation and Recovery in Lebanon », Occasional Paper, n° 120, FMI, février.
- FISCHER S. (1993), « The Role of Macroeconomic Factors in Growth », *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, décembre, 485-512.
- FMI (1995), « L'épargne et l'expansion de l'économie mondiale », *Perspectives de l'économie mondiale*, mai, 73-98.
- FMI (1996), « Pays en développement : défis des marchés de capitaux et performances économiques », *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre, 62-84.
- FRY M.J. (1995), « Money, Interest, and Banking in Economic Development », The Johns Hopkins University Press.
- GERMIDIS D., KESSLER D., MEGHIR R. (1991), « Systèmes financiers et développement : quel rôle pour les secteurs financiers formel et informel ? », Publications de l'OCDE, Paris.
- GOUX J.F. (1994), « La taxinomie des systèmes financiers », *Revue d'Économie Financière*, n° 29, été, 201-228.
- GREENWOOD J., JOVANOVIĆ B. (1990), « Financial Development, Growth and the Distribution of Income », *Journal of Political Economy*, n° 98, octobre, 1076-1107.
- IFC (1998), *Emerging Stock Markets Factbook 1998*.
- JBILI A., ENDERS K., TREICHEL V. (1997), « Financial Sector Reforms in Algeria, Morocco, and Tunisia : a preliminary assesment », Working Paper, n° 97/81, FMI, juillet.
- JUNG W. (1986), « Financial Development and Economic Growth : International Evidence », *Economic Development and Cultural Change*, 333-346.
- KING R.G., LEVINE R. (1993a), « Finance and Growth : Schumpeter Might be Right », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, Issue 3, août, 717-737.
- KING R.G., LEVINE R. (1993b), « Finance, Entrepreneurship, and Growth, Theorie and Evidence », *Journal of Monetary Economics* vol. 32, n° 3, décembre.
- LAROCHE A., LEMOINE E., MILLIEN A., PRATS F., ZHANG Y-J (1995), « Croissance et marchés financiers : une approche empirique », *Economie Internationale, la revue du Cepii*, n° 64, quatrième trimestre, 39-60.
- LEVINE R., RENELT D. (1992), « A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions », *The American Economic Review*, vol. 82, n° 4, septembre, 942-963.
- McKINNON R.I. (1973), « Money and Capital in Economic Development », The Brookings Institution, Washington, DC.
- NSOULI S.M., RACHED M. (1998), « Capital Account Liberalization in the Southern Mediterranean Region », Paper on Policy Analysis and Assessment, n° 98/11, FMI, Septembre.
- PAGANO M. (1993), « Financial Markets and Growth, an Overview », *European Economic Review*, n° 37, 613-622.
- REIFFERS J-L. (sous la direction de) (1997), *La Méditerranée aux portes de l'an 2000*, Institut de la Méditerranée, Economica.
- ROUBINI N., SALA-i-MARTIN X. (1992), « Financial Repression and Economic Growth », *Journal of Development Economics*, «Special Issue», *Interamerican Seminar on Economics*, vol. 39, n° 1, juillet, 5-30.
- SAINT-PAUL G. (1992), « Technological Choice, Financial Markets and Economic Development », *European Economic Review*, n° 36, 763-781.
- SHAW E.S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- STEINHERR A. (1992), « Financing Reconstruction of the European East », Contribution à la SUERF Conference, Berlin, octobre.

VALLEE S. (1997), « Les marchés financiers du sud de la Méditerranée tardent à décoller », *Marchés tropicaux et méditerranéens*, 1er août, repris dans *Problèmes Economiques*, n° 2540, 29 octobre.

### NOTES

1. Les pays concernés par cet accord sont l'Algérie, le Maroc, la Tunisie, l'Égypte, le Liban, la République arabe syrienne et la Jordanie, pays auxquels nous rajoutons pour l'analyse, Israël et la Turquie et, à titre de comparaison, les pays méditerranéens de l'Union européenne, à savoir, la Grèce, l'Espagne, l'Italie et la France.
2. La notion de développement du secteur financier est traditionnellement assimilée à l'augmentation du stock d'actifs financiers (cf. Banque Mondiale, 1989).
3. On peut se référer notamment au modèle de Pagano (1993) et, pour la prise en compte des interactions entre fonctions des institutions financières et croissance dans des modèles de croissance endogène, aux travaux de Bencivenga et Smith (1991), Greenwood et Jovanovic (1990), St Paul (1992), Blackburn et Hung (1993) et De la Fuente et Marin (1995).
4. Cependant, d'autres études montrent que ces résultats sont moins évidents si on ne considère que les pays de l'OCDE ou les pays les plus riches (De Gregorio et Guidotti, 1995). De même, un développement inadéquat du système financier peut constituer un obstacle réel à la croissance. Ainsi, la corrélation entre taille de l'intermédiation financière et croissance est négative dans douze pays d'Amérique Latine sur la période 1950-1985. De Gregorio et Guidotti l'expliquent par l'absence de régulation adéquate du système bancaire dans un contexte de libéralisation financière.
5. La répression financière a été introduite dans des modèles de croissance endogène par Easterly (1993), Roubini et Sala-i-Martin (1992), De Grégorio (1993) et King et Levine (1993b).
6. Au Maroc, les contrôles de taux ont été supprimés début 1996, sauf sur les dépôts à vue et sur les petits dépôts d'épargne. En Tunisie, les taux débiteurs sont libres mais les taux créditeurs restent plafonnés (Jbili et al., 1997).
7. On pourra se référer à Nsouli et Rached (1998) pour une analyse détaillée par pays.