

LA LIBÉRALISATION FINANCIÈRE EN ASIE : QUELLES LEÇONS POUR L'AFRIQUE ?

MAHMOOD PRADHAN * ET HUW PILL **

Théorie et pratique montrent que la libéralisation financière peut stimuler le développement économique. Jusqu'aux années quatre-vingts, l'intervention généralisée de l'Etat sur les marchés des capitaux était la norme dans les pays en développement. Les taux d'intérêt des banques étaient plafonnés, le crédit réparti par décision administrative, et non en fonction du marché, et les entrées de capitaux étrangers strictement contrôlés. Au cours des vingt dernières années, toutefois, nombre de pays en développement — convaincus à la fois par les arguments théoriques présentés à l'appui de la libéralisation et par les résultats de nombreux pays dont la croissance était rapide — ont commencé à libéraliser leurs marchés des capitaux en levant ces contrôles.

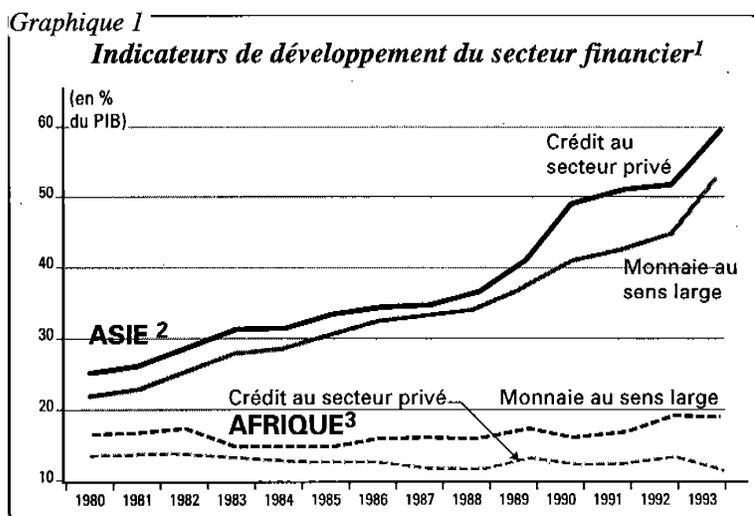
Les résultats de la libéralisation financière sont fort différents selon qu'on considère l'Asie ou l'Afrique. Si l'on mesure le développement du secteur financier et le succès des réformes par le ratio masse monétaire au sens large (liquidités *plus* dépôts aux banques commerciales) / revenu national, la libéralisation semble avoir beaucoup mieux réussi en Asie (voir graphique). Mais cette simple comparaison peut être trompeuse. Dans la plupart des pays d'Asie, la réforme financière a été opérée beaucoup plus tôt : la Malaisie, par exemple, a libéralisé ses taux d'intérêt dès 1978. En revanche, même les premiers pays africains à libéraliser (Gambie et Ghana) ne se sont engagés dans cette voie qu'à la fin des années quatre-vingts. Par ailleurs, le développement financier n'est qu'un aspect du développement économique — dont il est à la fois une cause et une conséquence. Les résultats économiques en général plus favorables des économies asiatiques au cours des vingt dernières années ont à la fois étayé et étendu les avantages de la réforme financière.

131

* Economiste principal au département Asie et Pacifique du FMI.

** Professeur assistant à la Graduate School of Business Administration de l'Université Harvard.

Le présent article s'appuie sur une étude des auteurs, Financial Indicators and Financial Change in Africa and Asia, document de travail du FMI n° 95/123 (Washington, novembre 1995), publié en juin 1997 (vol. 34, n° 2 of Finance and Development 97), FMI-BIRD, The World Bank.



Source : Huw Piti et Mahmood Pradhan, «Financial Indicators and Financial Change in Africa and Asia», document de travail du FMI n° 95/123 (Washington, novembre 1995)

1: Tous les agrégats sont calculés au moyen de coefficients de pondération du PIB de 1987.

2: Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines, Sri Lanka et Thaïlande; 1993: Indonésie non comprise.

3: Gambie, Ghana, Kenya, Madagascar, Malawi et Zambie.

Il n'en reste pas moins que l'Afrique peut tirer d'importantes leçons de l'expérience asiatique ; il apparaît en particulier que les réformes financières ne peuvent réussir que si le contexte macroéconomique, financier et institutionnel, s'y prête.

Avantages de la libéralisation

Dans la plupart des pays en développement, le secteur bancaire domine le système financier, et les marchés de titres ne sont pas arrivés à maturité. Les restrictions que les pouvoirs publics imposent aux banques produisent souvent des taux d'intérêt réels négatifs et une demande excédentaire de crédit, ce qui oblige les banques à rationner leurs prêts. La répartition du crédit dépend alors non pas du marché, mais de décisions administratives, qui orientent le crédit vers les entreprises et secteurs privilégiés.

Après la libéralisation, les taux d'intérêt, qui se forment désormais sur le marché, se situent normalement à des niveaux très légèrement positifs. Ils permettent alors d'accroître les ressources dont peut disposer le secteur financier, car la rémunération compétitive des dépôts bancaires attire l'épargne qui échappait auparavant au secteur formel (par la constitution de stocks excessifs de biens intermédiaires, par

exemple). En outre, les taux d'intérêt réels positifs incitent les emprunteurs à investir dans des activités plus productives, améliorant donc la productivité de l'ensemble de l'économie. Aussi la libéralisation financière accroît-elle l'intermédiation par le secteur bancaire tant sur le plan quantitatif que sur le plan qualitatif.

La libéralisation financière peut donc stimuler de diverses manières le développement économique. Comme le système financier assume une fonction vitale — lever des fonds et les affecter aux investissements productifs —, la réussite de la libéralisation financière est souvent un élément important de la stratégie de croissance des pays.

Pratique de la libéralisation

La libéralisation financière entraîne la suppression des contrôles explicites sur la formation des prix et la répartition du crédit. Toute intervention *directe* des pouvoirs publics dans les décisions relatives au crédit bancaire cesse. La libéralisation peut aussi entraîner la libération des mouvements internationaux de capitaux. Les pouvoirs publics n'en continuent pas moins de jouer un rôle décisif dans les résultats du secteur financier. La libéralisation ne signifie pas que les opérations bancaires deviennent libres ; le gouvernement continuera à intervenir dans le secteur financier de diverses manières : les banques seront supervisées à des fins prudentielles ; certaines pourront être la propriété de l'Etat, qui pourra être un gros emprunteur. La réussite des réformes dépend dans une large mesure du succès des autorités dans leur triple rôle de superviseur, de propriétaire et de client. Par ailleurs, la libéralisation financière n'étant qu'une composante d'une stratégie de développement menée à bien, elle doit s'appuyer sur une politique macroéconomique appropriée, sur le développement des institutions et sur des réformes structurelles, autant d'éléments de la stabilité qui conditionne sa réussite.

La stabilité macroéconomique est en effet une condition nécessaire du succès de la libéralisation financière. En Asie, dans les économies où l'opération a généralement réussi, les déséquilibres macroéconomiques avaient été en grande partie corrigés avant l'adoption des réformes financières. Les déficits de la balance des paiements et des finances publiques étaient gérables et l'inflation relativement faible. Les pays asiatiques faisant exception à cette règle — les Philippines et Sri Lanka — ont nettement moins réussi à développer le secteur financier. En Indonésie, où les conditions macroéconomiques étaient favorables, le ratio masse monétaire au sens large / PIB a augmenté de façon spectaculaire, passant de 9 % en 1983, avant la libéralisation, à bien au-dessus de 40 % en 1991. En revanche, à Sri Lanka, il est resté en grande partie

inchangé après les réformes. Seule une stabilisation macroéconomique crédible et continue déclenche l'augmentation de la demande de monnaie qui est la contrepartie du développement du secteur financier.

La situation est fort différente en Afrique, où un certain nombre de pays se sont efforcés de libéraliser leur secteur financier alors que l'inflation n'était pas maîtrisée, en grande partie par suite de déficits des finances publiques excessifs. L'inflation dépassait 20 % par an au Ghana lorsque les taux d'intérêt ont été déréglementés et 100 % en Zambie au moment de la réforme. Il est difficile de parvenir à des taux d'intérêt réels faibles mais positifs lorsque l'inflation est forte et imprévisible.

Si la stabilité macroéconomique est essentielle, la solidité du système bancaire est aussi extrêmement importante, car les avantages de la réforme financière dépendent de la « bonne tenue » du système financier pendant la libéralisation. Lorsque les déficiences du marché sont marquées ou que les pouvoirs publics continuent d'intervenir dans le système financier, la liberté que la libéralisation offre aux banques peut être préjudiciable à la stratégie du développement.

Dans de nombreux pays africains, les banques sont la propriété de l'Etat et restent donc soumises à son interférence, même une fois que les contrôles sur le prix du crédit et sur sa répartition ont été officiellement supprimés. En outre, étant donné l'encours des créances improductives héritées des programmes de prêts administrés antérieurs aux réformes, la solvabilité d'un grand nombre de banques privatisées peut encore dépendre du crédit bonifié accordé par la banque centrale après la libéralisation. Dans ces conditions, les prêts qu'elles-mêmes consentent sont plutôt des subventions. La libéralisation ne contribue alors guère à améliorer la répartition du crédit, ni à stimuler le développement du secteur financier puisque les banques dépendent entièrement de l'Etat, qui dispose d'un pouvoir discrétionnaire sur leurs décisions de prêt.

De même, si la concurrence entre les banques du secteur financier nouvellement déréglementé est faible, la libéralisation peut avoir pour conséquence d'abaisser les taux de rémunération réelle des dépôts, au lieu de conduire, comme prévu, à des niveaux d'équilibre légèrement positifs. En effet, les banques monopolistiques peuvent profiter de la libéralisation des taux d'intérêt pour élargir les marges entre leurs taux créditeur et débiteur et augmenter leurs bénéfices. Dans les pays d'Afrique où ceci s'est produit — Kenya, Madagascar et Malawi dans notre échantillon —, la libéralisation n'a guère développé le secteur financier puisque l'attrait des dépôts bancaires pour les épargnants intérieurs a, en tout état de cause, été réduit.

Lorsque la déréglementation financière entre en vigueur, en particulier dans les pays où subsistent des créances improductives remontant à la période antérieure, la libéralisation des taux d'intérêt doit s'accompa-

gner de réformes structurelles — restructuration des bilans des banques destinée à éliminer les créances irrécouvrables, privatisation de banques et adoption de mesures propres à promouvoir la concurrence dans le secteur bancaire. La simultanéité des réformes structurelles et de la déréglementation dans plusieurs pays d'Asie explique dans une mesure importante que leurs réformes se sont soldées par des succès que n'ont pas connus les pays africains.

Naturellement, la déréglementation risque d'amener les banques à prêter à mauvais escient : si, avant la réforme, ces dernières ne prêtaient pas en fonction des critères du marché, leur aptitude à gérer l'évaluation et la répartition du crédit risque de s'être atrophiée ou de n'avoir encore jamais été mise à l'épreuve. Par ailleurs, la libéralisation financière crée de nouvelles incertitudes économiques. Les banques venant d'être libéralisées peuvent donc avoir tendance à prendre de mauvaises décisions de prêt. En conséquence, le renforcement des moyens dont disposent les nouveaux administrateurs pour gérer et évaluer les risques doit faire partie intégrante de la restructuration. L'action des pouvoirs publics sera sans doute nécessaire, pour relâcher, par exemple, les restrictions imposées sur les participations étrangères au capital des banques intérieures et permettre à ces dernières d'adopter les techniques étrangères d'évaluation ou de gestion les meilleures.

En outre, le risque systémique doit être géré plus soigneusement dès lors que le secteur financier est déréglementé. Paradoxalement, la nécessité d'une supervision prudentielle efficace des institutions financières peut être plus grande dans un contexte libéral qu'en régime de répression financière étatique. En effet, le contrôle du comportement des banques antérieurement à la réforme pouvait stabiliser le secteur financier, encore qu'au prix de pertes considérables d'utilité économique. La déréglementation menace cette stabilité et oblige donc à accorder une importance beaucoup plus grande à la supervision prudentielle. Si les banques décident d'utiliser leur nouvelle liberté pour tirer parti des déficiences éventuelles du marché, les répercussions sur la stabilité macroéconomique et financière peuvent être désastreuses.

La libéralisation financière ne se fait pas en vase clos. La stabilité macroéconomique est essentielle avant même la réforme. Mais il appartient aux responsables économiques de renforcer aussi le développement des institutions financières avant la libéralisation. Si les infrastructures juridiques, comptables, gestionnelles et les instances de supervision du système financier sont faibles, il est improbable que la réglementation puisse avoir à elle seule les avantages escomptés ; de fait, des forces extrêmement déstabilisatrices peuvent être déclenchées. Des réformes structurelles de soutien sont donc vitales, surtout en Afrique, où les institutions économiques demeurent sous-développées et très fragi-

les. Même dans les pays d'Asie plus dynamiques, nombre d'améliorations restent possibles. Le grand nombre de créances improductives inscrites au bilan de beaucoup de banques asiatiques montre combien il est difficile d'assurer une supervision bancaire efficace à mesure que la libéralisation progresse, même dans un contexte macroéconomique relativement favorable.

Evaluation des résultats

Traditionnellement, la réussite de la libéralisation financière se mesure par deux critères : le développement du système financier et l'évolution des taux d'intérêt réels vers des niveaux d'équilibre plausibles. Ces critères, que nous avons d'ailleurs utilisés dans le présent article, ne vont pas sans certains inconvénients, qui risquent d'occulter des différences importantes entre l'expérience africaine et l'expérience asiatique des réformes financières.

Même en dehors du domaine institutionnel, il est manifeste que la réforme procède par étapes. Le plus souvent, la libéralisation financière *intérieure* — suppression du contrôle des taux d'intérêt et de la répartition du crédit — précède la libéralisation financière *internationale* — levée du contrôle des mouvements de capitaux et des restrictions imposées à la convertibilité de la monnaie nationale en monnaies étrangères. Les évaluations traditionnelles du succès de la réforme financière s'attachent le plus souvent à la déréglementation intérieure, bien que la libéralisation internationale soit souvent au moins aussi importante.

Si, par exemple, l'abolition du contrôle des capitaux renforce l'intégration des marchés des capitaux intérieurs et internationaux, les pressions qu'exerce l'arbitrage peuvent maintenir le taux d'intérêt réel intérieure à un niveau proche des taux mondiaux. Aussi, lorsque les taux d'intérêt réels intérieurs sont au départ supérieurs aux taux mondiaux en raison d'une pénurie d'épargne intérieure, la libéralisation financière internationale, en permettant aux entreprises intérieures d'accéder aux capitaux internationaux, peut abaisser, plutôt que relever, les taux d'intérêt réels.

Il en va de même pour le développement du système financier. Avant la libéralisation financière internationale, la monnaie au sens large donne une bonne indication du potentiel d'expansion du crédit du secteur bancaire, puisque les dépôts des banques intérieures sont la principale source de financement des prêts bancaires. Mais une fois le contrôle des capitaux aboli, les entrées de capitaux, sous forme de dépôts des ressortissants étrangers dans les banques intérieures, s'ajoutent aux fonds dont les banques disposent pour accroître le crédit, sans pour autant augmenter la masse monétaire au sens large (dont elles sont

exclues par définition). La quantification du développement financier mesuré par la monnaie est donc parfois trompeuse en cas d'afflux de capitaux (voir graphique).

Les mouvements de capitaux ne sont cependant pas la seule raison pour laquelle les mesures du développement financier qui reposent sur la monnaie ou sur le crédit peuvent diverger. En général, les emprunts des administrations publiques au système bancaire réduisent, pour un niveau donné de masse monétaire au sens large, le crédit pouvant être consenti au secteur privé intérieur. Si l'activité du secteur privé est plus productive que les dépenses des administrations publiques, son éviction par l'emprunt public peut avoir de fortes répercussions négatives sur les résultats économiques, effets que la mesure traditionnelle du développement financier ne met cependant pas en évidence.

Le graphique indique que de tels effets négatifs se sont exercés sur plusieurs libéralisations financières entreprises en Afrique depuis la fin des années quatre-vingts avant l'élimination des déficits des finances publiques. Faute de marchés bien développés de titres publics, les déficits étaient en grande partie financés par les emprunts publics aux banques. En conséquence, le succès apparent de ces pays sur le plan du développement financier (tel qu'il ressort de la mesure traditionnelle par la masse monétaire) au début des années quatre-vingt-dix est démenti lorsqu'il est mesuré par le crédit au secteur privé. Puisque, selon la théorie, le crédit joue probablement un rôle plus important dans le développement économique que l'offre de monnaie au sens large, ces observations aident à expliquer pourquoi les résultats initiaux des cas africains de libéralisation financière sont en général considérés comme décevants, bien que certains progrès apparaissent lorsque le développement du secteur financier est mesuré de façon traditionnelle. En Asie, où les déficits publics ont été réduits avant la réforme financière, les mesures par le crédit et par la monnaie témoignent toutes les deux du développement considérable du secteur financier, tandis que l'impact bénéfique de la réforme sur les économies réelles des pays a été plus grand.

A mesure de la libéralisation, les banques cessent de dominer le système financier. Les marchés de titres s'ouvrent et deviennent une source de fonds de plus en plus importante pour beaucoup d'entreprises. Ce processus est fort avancé dans un grand nombre de pays d'Asie. Comme d'autres sources de fonds extérieurs deviennent disponibles pour les entreprises intérieures, ni la monnaie au sens large, ni le crédit bancaire ne seront un indicateur suffisamment global du succès de la réforme ou de son effet direct vraisemblable sur les résultats économiques réels, étant donné qu'ils n'expriment ni l'un ni l'autre les flux financiers hors bilan des banques. En Asie, les marchés d'actions et

d'obligations jouent aujourd'hui un rôle important dans le financement des projets d'investissement des entreprises intérieures, et les mesures conventionnelles du développement du secteur financier n'en saisiront pas les effets. Dans ces conditions, des mesures plus larges du crédit, qui recouvrent les nouvelles émissions sur le marché des titres, sont de meilleurs indicateurs du succès de la réforme financière.

Leçons de la libéralisation

La libéralisation financière est cruciale pour le succès de la stratégie de développement. Si la déréglementation financière a lieu en vase clos, il est improbable qu'elle favorise la croissance, et elle peut en fait empêcher le développement économique. La nécessité pour la stabilité macroéconomique de précéder la réforme est bien connue, mais les réformes structurelles et le développement des institutions financières, en particulier des institutions chargées de la supervision prudentielle, sont tout aussi essentiels à mesure que la libéralisation progresse.

La libéralisation a été réalisée dans un certain nombre de pays d'Afrique et d'Asie. En Asie, les réformes ont été adoptées plus tôt et dans un contexte macroéconomique favorable. La création d'institutions de supervision efficaces reste problématique dans certains pays mais, en Asie, l'opération a été dans l'ensemble un grand succès. Par contre, en Afrique, où les réformes ont été adoptées plus récemment, la libéralisation financière n'a donné que des résultats modestes, encore que certains avantages n'aient pas encore pu se manifester. La situation n'en reste pas moins préoccupante à certains égards. La conjoncture africaine est beaucoup moins favorable : d'amples déséquilibres persistent et le développement des institutions n'est pas assez avancé. L'Afrique a d'importantes leçons à tirer de l'expérience asiatique dans ces deux domaines.

Pour que les grandes orientations soient bien conçues et appliquées, il est extrêmement important de mesurer les résultats des réformes. Les effets même de la libéralisation peuvent fausser les conclusions relatives au succès des réformes tirées des indicateurs traditionnels du développement financier. Il convient donc que les responsables économiques utilisent toute une batterie d'indicateurs, notamment en Afrique, où les indicateurs traditionnels risquent d'exagérer le succès des premiers programmes de réformes et d'occulter, par conséquent, les problèmes fondamentaux, en particulier les déséquilibres des finances publiques, qu'il y a lieu de résoudre si l'on veut que la réforme financière réussisse à moyen terme.

La libéralisation financière en Indonésie et au Kenya

Indonésie

Le contrôle des changes a été supprimé en Indonésie en 1971, en partie sur les instances du FMI, mais aussi parce qu'il était préjudiciable à l'efficacité du commerce et des paiements internationaux, et difficilement applicable étant donné la proximité d'une grande place financière ouverte sur le monde, Singapour. Le système financier indonésien est cependant resté assujéti jusqu'en 1983 à des contrôles étendus, et ce n'est qu'alors que les taux d'intérêt ont été libérés et l'encadrement du crédit assoupli. La supervision prudentielle a été renforcée en 1984, après une première libéralisation du secteur bancaire. De même, en 1988-1989, après l'allègement des contrôles sur l'ouverture de nouvelles banques et la levée des restrictions à l'expansion des réseaux bancaires, la banque centrale a adopté des règles prudentielles plus strictes pour freiner l'essor très vif du crédit bancaire au lendemain de la déréglementation.

Le cas de l'Indonésie se caractérise donc par plusieurs grandes réformes, chacune suivie de mesures d'assainissement et d'austérité. Des problèmes sont apparus, car le développement des institutions (notamment des instances de supervision prudentielle) a progressé plutôt moins vite que la déréglementation, mais le succès des réformes a été dans l'ensemble considérable. Les taux d'intérêt réels sont positifs depuis 1983, et le secteur financier a connu une forte expansion. Les banques privées représentent maintenant une proportion beaucoup plus élevée de l'activité bancaire, tandis que les banques d'Etat ont perdu de leur importance et que les marchés de titres, en particulier la Bourse de Djakarta, ont pris de l'ampleur. Des faiblesses institutionnelles ou des difficultés sont parfois apparues dans les domaines comptable et juridique, mais l'effet global de la stratégie de libéralisation financière qu'a poursuivie l'Indonésie a favorisé un développement économique plus large.

Kenya

La libéralisation financière est beaucoup plus récente au Kenya. Les taux débiteurs des banques ne sont déplaçonnés que depuis juillet 1991. La banque centrale continue de donner des directives pour la répartition sectorielle de l'expansion du crédit bancaire, mais celles-ci ne sont plus appliquées de manière stricte depuis la libéralisation des taux d'intérêt. La libéralisation des opérations financières internatio-

nales est encore plus récente. Les emprunts extraterritoriaux des résidents ne sont autorisés que depuis le début de 1994, et les restrictions sur les investissements de portefeuille étrangers n'ont été levées qu'en janvier 1995. Les réformes structurelles et institutionnelles d'accompagnement ne sont pas encore appliquées intégralement. L'État reste propriétaire de nombreuses banques, et la concurrence interbancaire demeure limitée.

La déréglementation des taux d'intérêt dans ce contexte monopolistique ayant permis aux banques d'élargir leurs marges, la rémunération réelle des dépôts bancaires a fortement baissé. Pour cette raison notamment, le développement du secteur financier a été faible, en particulier si l'on se réfère au ratio crédit au secteur privé/revenu national. Bien qu'il soit trop tôt pour évaluer le succès de l'opération, le manque de réformes structurelles et institutionnelles d'accompagnement donne à penser que la libéralisation financière contribuera peut-être à la stratégie globale de développement du Kenya.