



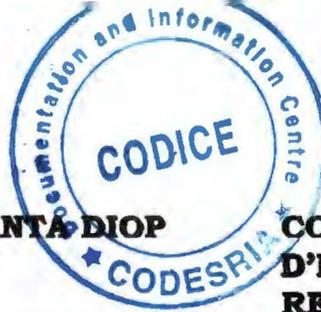
Mémoire
Présenté par
Kossi
MAKPAYO

Université Cheikh Anta Diop de
Dakar
FACULTE DES SCIENCES
ECONOMIQUES ET DE GÉSI'ION
(FASEG)

LIBERALISATION FINANCIERE ET
CROISSANCE ECONOMIQUE :
QUELQUES EVIDENCES EMPIRIQUES
AU SEIN DE L'UEMOA

Dakar, Mars 2004

03 OCT. 2006



**UNIVERSITE CHEIKH ANTA DIOP
DE DAKAR**
FACULTE DES SCIENCES
ECONOMIQUES ET DE GESTION
(FASEG)

**CONFERENCE DES INSTITUTIONS
D'ENSEIGNEMENT ET DE
RECHERCHES ECONOMIQUES ET
DE GESTION EN AFRIQUE**



**PROGRAMME DE TROISIEME CYCLE
INTERUNIVERSITAIRE
(DEA-PTCI)
Huitième Promotion**



MEMOIRE DE DIPLOME D'ETUDES APPROFONDIES (DEA)

Spécialité : Monnaie-Finances-Banque (Macroéconomie Appliquée)

Option : **Economie Internationale**

Thème :

**LIBERALISATION FINANCIERE ET CROISSANCE ECONOMIQUE:
QUELQUES EVIDENCES EMPIRIQUES AU SEIN DE L'UEMOA**

Présenté et Soutenu
publiquement par :

Kossi MAKPAYO

Sous la Direction de :

Professeur Ahmadou Aly MBAYE

Agrégé des Sciences Economiques

11.02.04
MAK
13118

Dakar, Mars 2004



03 OCT. 2006

11.0204
MAK
13118

**UNIVERSITE CHEIKH ANTA DIOP
DE DAKAR**
FACULTE DES SCIENCES
ECONOMIQUES ET DE GESTION
(FASEG)

**CONFERENCE DES INSTITUTIONS
D'ENSEIGNEMENT ET DE
RECHERCHES ECONOMIQUES ET
DE GESTION EN AFRIQUE**



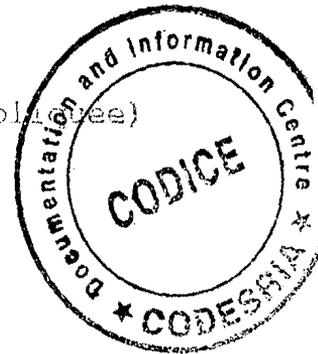
**PROGRAMME DE TROISIEME CYCLE
INTERUNIVERSITAIRE
(DEA-PTCI)
Huitième Promotion**



MEMOIRE DE DIPLOME D'ETUDES APPROFONDIES (DEA)

Spécialité : Monnaie-Finances-Banque (Macroéconomie Appliquée)

Option : Economie Internationale



Thème :

**LIBERALISATION FINANCIERE ET CROISSANCE ECONOMIQUE:
QUELQUES EVIDENCES EMPIRIQUES AU SEIN DE L'UEMOA**

Présenté et Soutenu
publiquement par :
Kossi MAKPAYO

Sous la Direction de :
Professeur Ahmadou Aly MBAYE
Agrégé des Sciences Economiques

Dakar, Mars 2004

In Memorium

A la Mémoire de Mon Grand Frère, Aîné de la Famille, **Koudjo Nassao MAKPAYO**,
rappelé à Dieu le Jeudi 24/07/2003 à Lomé au Togo.

L'Eternel défilement du Temps ne Fait que Raviver en Nous Son Souvenir...

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

DEDICACES

- A mon Père
- A ma Mère
- A mes Frères et Sœurs
- A mes Oncles et Tantes
- A mes Neveux et Nièces
- A mes Cousins et Cousines
- A ma Fiancée

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

Remerciements

J'exprime ma profonde gratitude et mes remerciements les plus vifs à Monsieur le Professeur Aly Ahmadou MBAYE, mon mentor, pour avoir bien voulu diriger ce mémoire, ainsi que pour les bienveillantes orientations, conseils et riches suggestions qu'il m'a prodigués. Son sens pratique de la recherche basée sur une théorie maîtrisée et sa rigueur intellectuelle m'ont communiqués une nouvelle passion pour les Sciences Economiques.

Mes remerciements vont ensuite à la Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de l'Université Cheikh Anta Diop de Dakar pour l'accueil, le cadre, le soutien et le suivi ; mes remerciements vont particulièrement au corps enseignant de la Faculté qui, outre mon Directeur, ont animé les cours de Tronc Commun du Programme du Troisième Cycle Interuniversitaire dont le Professeur Moustapha KASSE, le Professeur Birahim Bouna NIANG, le Professeur Aboulaye DIAGNE, le Professeur Adama DIAW, le Professeur Karamoko KANE et les professeurs Fodiyé DOUCOURE, Diarraf SECK, Moustapha THIAM.

Ma reconnaissance va également aux initiateurs, animateurs et bailleurs de fonds du Programme de Troisième Cycle Interuniversitaire, ainsi qu'aux Professeurs animateurs du CCCO 2002 dont Fulbert A MOUSSOUGA GERO (Cotonou, Bénin), Taoufik RAHJI (Sorbonne, Paris), Kimseyenga SAVADOGO (Ouagadougou, Burkina-Faso), Chicot EBOUE (NancyII, France), Michel NORRO (Louvain, Belgique), Albert ONDO OSSA (Libreville, Gabon).

Je ne saurais taire le soutien de toute sorte que m'ont apporté les Pasteurs Paulson OKPOR, Ken MADUME, Peace EFEMENA et leurs épouses respectives, le Docteur Grégoire ABALO et son épouse ainsi que tous mes frères et sœurs de la Chapelle des Vainqueurs, Dakar et Bamako.

Je témoigne ici toute ma gratitude aux époux Julien et Claudine BAMAZI pour tout le soutien en termes de saisie, de mise en forme et d'impression de ce mémoire ainsi que pour les diverses assistances et ce, dès mes débuts.

A mon oncle Andiliou BADIE, j'exprime toute ma reconnaissance pour le soutien qu'il n'a cessé de m'apporter, particulièrement depuis 1996. Je lui suis également gré pour le rélecture de ce mémoire.

Ma fiancée, Favor K. DAGNOKO, a supporté avec moi les sacrifices et les privations inhérents à la recherche. Qu'elle trouve ici exprimée toute ma gratitude.

Les professeurs Massa COULIBALY et Sékouba DIARRA de l'Université du Mali ont cru en moi et m'ont recommandé pour le PTCI, j'exprime à leur endroit toute ma reconnaissance. Que mes camarades de promotion ; ceux du Campus de Dakar : Madame Esther DACKAM, Sidi KANE, Oumar KANE, Bamba KA, Khady FAYE, Bassirou DIARRA, Abdou R. BELLO, Antoinette MENDES, Ousmane DIENG, Amadou BADJI, Yona MANE, Allé N. DIOP, Amadou Y. CISSOKHO, Ameth S. NDIAYE, Birame NDIAYE, Amadou T. SY, ainsi que ceux du CCCO 2002 ; trouvent ici l'expression de mes remerciements pour les moments d'amitié, d'échange, de soutien mais aussi d'épreuves que nous avons passés ensemble.

Que Fidèle DEDEHOUANOU et Akoété AGBODJI trouvent ici l'expression de ma reconnaissance pour leurs appuis.

Au CODESRIA, j'exprime mes remerciements et reconnaissance pour son soutien.

Mes voisines de maison Mariam DIALLO et Julie BASSENE ont été d'une aide inestimable pour moi, je leur témoigne ma reconnaissance.

Je me sais redevable à de nombreux autres qui n'ont pas été cités ici, à tous je dis MERCI !

RESUME

« Dans toutes les stratégies nationales de développement, la croissance doit être considérée comme l'élément essentiel au succès de tous les efforts déployés pour réduire la pauvreté ... » ¹

Malgré les scepticismes, nés notamment des expériences désastreuses de certains pays de l'Amérique latine, vis-à-vis des propositions néo-libérales, les pays africains de la zone franc regroupés au sein de l'Umoa et, depuis le 10 janvier 1994, au sien de l'Uemoa, ont mis en œuvre une politique de libéralisation financière [McKinnon (1973) et Shaw (1973)], entamée en 1989 et complétée en octobre 1993. La dévaluation du Franc CFA par rapport au Franc français auquel il est attaché, en janvier 1994 devrait, selon Mathieson (1979), constituer un atout supplémentaire à la réussite du programme de libéralisation financière. Les années post-dévaluation ont été ainsi marquées par des taux de croissance élevés, mais vite relayés par une situation de récession. Pour l'ensemble des pays de l'Union, le taux de croissance économique est passé en moyenne de 5,5 % en 1994 à 4,9 % en 1998 pour s'établir à 3,4 % en 2000.

Le cas du Sénégal mérite, cependant, une attention particulière. En effet, le pays vient de connaître sept années de croissance économique ininterrompue pour la première fois depuis son accession à la souveraineté internationale en 1960. Le taux de croissance du PIB est passé de 5.2% en 1995 à 6.5% en 2001. Il est à noter que le pays jouit d'une relative stabilité aux plans politique et macroéconomique, plus près en tout cas, des critères de stabilité macroéconomique préconisées pour une libéralisation financière réussie.

Notre démarche a consisté en ceci : La hausse du taux nominal créditeur a-t-elle provoquée une plus grande mobilisation de l'épargne ? Un volume plus important de l'investissement et une croissance plus élevée au Sénégal depuis 1994 comme le prévoyaient McKinnon et ses partisans ? Plus précisément, le retour de la croissance au Sénégal s'explique-t-elle par le contexte de libéralisation financière doublée de la dévaluation ?

La méthodologie suivante a été adoptée : une analyse statistique et une analyse économétrique portant sur les données de 1970 à 2000. L'introduction d'une variable muette, qui prend les valeurs 0 pour les années antérieures à la libéralisation et 1 après, a permis de rendre compte des changements de structure intervenus pour chacune des variables.

La méthodologie adoptée a permis d'obtenir les résultats qui nous ont permis de conclure que les mesures de libéralisation financière intervenues en 1989 et 1994 ont eu un impact positif sur l'épargne, l'investissement et la croissance économique dans un contexte de complémentarité monnaie-capital ; même si cet impact est faible.

De toute façon les réformes financières sont des réformes de longue haleine qui doivent aller de paire avec des **réformes du secteur réel de l'économie**.

Les travaux futurs doivent aborder et approfondir la réflexion sur les déterminants du développement de l'intermédiation financière.

¹ Danny M. LEIPRIGER Directeur du Département Finances, secteur privé et infrastructures de la Banque Mondiale, Bureau Régional Amérique Latine et Caraïbes ; cité par la revue *Finances&Développement* du FMI (mars 2001)

Sigles et Abréviations

AOF: Afrique Occidentale Française

ASS: Afrique au Sud du Sahara

BAO : Banque d'Afrique Occidentale

BCEAO: Banque Centrale des Etats de l'Afrique Occidentale

BM: Banque Mondiale

BRS: Banque Régionale de Solidarité

Cf. : Confer

ECM: Error Correction Model

FCFA: Franc de la Communauté Financière D'Afrique

FMI: Fonds Monétaire International

OCDE: Organisation pour la Coopération et le Développement en Europe

PAMLT: Programme d'Ajustement de Moyen et Long Terme

PIB: Produit Intérieur Brut

PTF: Productivité Totale des Facteurs

SFD: Système Financier Décentralisé

UMOA: Union Monétaire Ouest Africaine

UEMOA: Union Economique Ouest Africaine

WDI: World Development Indicators

Tableaux et Graphiques

Tableaux

<u>Tableau 1</u> : Taux de croissance moyen du Sénégal de 1960- 2000 (%)	7
<u>Tableau 2</u> : Taux de croissance moyen annuel en % la période de 1960-1990.....	9
<u>Tableau 3</u> : Evolution de la Productivité du Travail du Sénégal Comparativement à d'Autres Pays.....	10
<u>Tableau 4</u> : Les principales mesures de Politique Financière dans l'Uemoa.....	13
<u>Tableau 5</u> : Taux d'intérêt Réels Créiteurs au Sénégal de 1971à 2000.....	14
<u>Tableau 6</u> : Quelques Indicateurs du Degré de Bancarisation.....	17
<u>Tableau 7</u> : Evolution des Spreads Bancaires au Sénégal de 1980 à 2000.....	18
<u>Tableau 8</u> : Ratios de Concentration CRk pour Les Banques et Etablissements Financiers du Sénégal.....	19
<u>Tableau 9</u> : Taux de Rendement du Capital, 1969-1971.....	44
<u>Tableau 10</u> : Taux de Croissance et Politiques de Taux d'intérêt dans 22 pays en développement, 1971-1980.....	48
<u>Tableau 11</u> : Evolution de quelques indicateurs caractéristiques de 1970 à 2000.....	69
<u>Tableau 12</u> : Test ADF sur Variables.....	72
<u>Tableau 13</u> : Résultats des Estimations de long terme.....	74
<u>Tableau 14</u> : Spreads entre taux débiteurs et créiteurs : Pays Subsahariens (23 sélectionnés) et de OCDE	80

Graphiques

<u>Graphique1</u> : Taux créiteur réel du Sénégal de 1971 à 2000.....	16
<u>Graphique2</u> : Les Effets d'une Augmentation du Taux Réel sur les Dépôts à Terme.....	35

SOMMAIRE

<u>INTRODUCTION</u>	1
<u>CHAPITRE I</u> : CONTEXTE SOCIO-ECONOMIQUE ET EVOLUTION DE LA POLITIQUE DES TAUX D'INTERET AU SENEGAL	5
Section 1 : Contexte Socio-économique du Sénégal	5
Section 2 : La Politique des Taux d'Intérêt au Sénégal	11
<u>CHAPITRE II</u> : REVUE DE LITTERATURE ET METHODOLOGIE	21
Section 1 : La Revue de la Littérature	21
Section 2 : Méthodologie	58
<u>CHAPITRE III</u> : ANALYSE EMPIRIQUES ET RECOMMANDATIONS	69
Section 1 : De La Libéralisation Financière à la Croissance Economique	69
Section 2 : Recommandations	79
CONCLUSION GENERALE	84
ANNEXE	87
BIBLIOGRAPHIE	94
TABLES DES MATIERES	104

INTRODUCTION

« Dans toutes les stratégies nationales de développement, la croissance doit être considérée comme l'élément essentiel au succès de tous les efforts déployés pour réduire la pauvreté ... ». Ainsi s'exprimait récemment Danny M. Leipziger ¹. L'accent est ici mis sur le défi de croissance économique durable sans laquelle la lutte contre la pauvreté ² dans les pays en développement serait sans issue.

Le rôle de l'investissement comme facteur essentiel de croissance économique a toujours été reconnu dans la littérature qui a, depuis longtemps, tenté d'apporter une réponse à la question suivante : quelle est l'origine de l'insuffisance de l'investissement dans les pays en voie de développement ? Cette faiblesse est-elle liée à un faible niveau de l'épargne ou à un taux de rendement trop bas des opportunités d'investissement ? Ces interrogations débouchent sur celle-ci : quel est le rôle des taux d'intérêt pour déterminer les niveaux d'épargne et/ou d'investissement ?

La première réponse nous vient de l'analyse keynésienne, qui reconnaît que l'investissement est la variable fondamentale de la croissance économique, et, c'est la confrontation entre le taux d'intérêt et le taux d'efficacité marginale du capital qui détermine le niveau d'incitation à investir plutôt que le taux d'intérêt pris isolément. Pour Keynes et ses disciples, le taux d'intérêt doit être fixé au niveau le plus bas possible pour stimuler les investissements. Ce n'est donc pas l'épargne qui permet l'investissement ; c'est plutôt ce dernier qui crée le revenu et de ce fait engendre l'épargne qui, en définitive, n'est pas un préalable à l'investissement. Cette approche a longtemps servi de soubassement aux politiques des taux d'intérêt des pays en voie de développement. Malheureusement, les résultats escomptés ont été largement décevants. Ceci donnera lieu à une nouvelle approche.

En 1973, la position théorique dominante a été remise en cause. En effet, McKinnon et Shaw ont tous deux développé des modèles économiques dans lesquels la libéralisation et le développement financiers accélèrent le taux de croissance. Ils ont, par la même occasion, exposé les effets dévastateurs de la répression financière - plafonnement de taux d'intérêt,

¹ Cité par la revue *Finances&Développement* du FMI (mars 2001)

² Près de 41% de la population des pays de l'Uemoa vit au-dessous du seuil de pauvreté, selon le Rapport d'exécution et de surveillance multilatérale de la Commission de l'Uemoa, décembre 2000.

taux élevé de réserves obligatoires, politiques directes de crédit, et taxation discriminatoire des intermédiaires financiers - sur la croissance.

Des différentes mesures de répression financière énumérées par ces auteurs, celle qui a fait l'objet des plus longs débats est la politique délibérée de bas taux d'intérêt pratiquée dans la plupart des pays en développement. En effet, cette politique d'inspiration keynésienne serait, d'après les néo-libéraux, à l'origine de la faiblesse de l'épargne financière et du sous-développement financier qui caractérisent ces pays. Ceci est fort préjudiciable au maintien et à la poursuite de tout effort de développement économique, d'autant plus que les éventuels épargnants ne sont guère incités à aller vers le système bancaire. En outre, la fixation des taux à un bas niveau est le plus souvent arbitraire et ne répond nullement à un processus de transformation de l'épargne existante en investissements productifs. Les banques, en effet, ont privilégié dans la plupart des pays en développement des crédits à court terme davantage destinés à la consommation courante ou aux besoins de trésorerie des entreprises qu'à financer les investissements longs dans l'industrie. Alliée à une forte inflation due principalement à un financement monétaire du budget de l'Etat, cette politique a généré des taux d'intérêt réels négatifs, découragé l'épargne et conduit à une allocation sous-optimale des faibles ressources disponibles. C'est donc fort logiquement que les néo-libéraux préconisent, pour les pays en développement, l'abandon d'une telle politique interventionniste en desserrant les contraintes qui pèsent sur le système formel, et à terme, en instaurant les règles du marché dans l'allocation des ressources.

Le concept de libéralisation financière a suscité d'énormes espoirs (Corée du Sud), mais aussi d'énormes désillusions (Amérique Latine), à tel point qu'on est parvenu à un certain scepticisme (Vanet, 1998) quant aux prescriptions qui visaient à propulser les pays en développement sur la voie de la croissance durable sans laquelle le cercle vicieux de sous-développement et ses corollaires de pauvreté et d'endettement sans fin ne connaîtrait pas d'aboutissement.

Ce scepticisme a conduit aussi bien les pionniers que les disciples de la libéralisation financière à faire le toilettage de leurs propositions, en ce qu'ils estiment être les conditions préalables à la réussite de la libéralisation financière. Ces conditions se résument à la stabilité macroéconomique. Fischer (1993) définit un environnement macroéconomique stable comme étant celui qui se caractérise par un faible taux d'inflation, un déficit budgétaire soutenable et un taux de change adéquat. Ce type d'environnement constitue un signal pour le secteur privé en ce qui concerne l'objectif de la politique économique et la capacité des autorités politiques

à gérer efficacement l'économie. Une telle stabilité, en facilitant les décisions de gestion des actifs et d'investissement, encourage l'épargne et l'accumulation privée du capital.

Malgré les scepticismes, nés notamment des expériences désastreuses de certains pays de l'Amérique latine, vis-à-vis des propositions néo-libérales, les pays africains de la zone franc regroupés au sein de l'Umoa et, depuis le 10 janvier 1994, au sien de l'Uemoa³, ont mis en œuvre une politique de libéralisation financière, entamée en 1989 et complétée en octobre 1993. La dévaluation du Franc CFA par rapport au Franc français auquel il est attaché, en janvier 1994, devrait selon Mathieson (1979) constituer un atout supplémentaire à la réussite du programme de libéralisation financière. Les années post-dévaluation ont été ainsi marquées par des taux de croissance élevés, mais vite relayés par une situation de récession pour l'ensemble des pays de l'Union, le taux de croissance passant en moyenne de 5,5 % en 1994 à 4,9 % en 1998 pour atterrir à 3,4 % en 2000.⁴ Cette situation de récession quasi-généralisée intervient dans un contexte d'environnement international marqué par la baisse des prix des matières premières d'exportation, mais aussi par de graves crises sociopolitiques qu'ont connu la plupart des Etats de l'Union. Cette atmosphère a eu de sérieuses répercussions sur l'activité économique, l'investissement ne s'accommodant presque jamais avec des incertitudes caractérisées sur l'avenir.

Le cas du Sénégal mérite, cependant, une attention particulière. En effet, le pays vient de connaître sept années de croissance économique ininterrompue pour la première fois depuis son accession à la souveraineté internationale en 1960. Le taux de croissance du PIB est passé de 5.2% en 1995 à 6.5% en 2001. Il est à noter que le pays jouit d'une relative stabilité aux plans politique et macroéconomique.

A ce stade, une série de questions méritent d'être posées. Entre autres, quels sont les déterminants de la croissance économique au Sénégal ? Quelle est, et ce sera l'objet de nos investigations ici, la contribution des nouvelles conditions financières à cette croissance sénégalaise ? Plus précisément, quel est à ce jour le bilan de la libéralisation financière de 1989 et 1993 en ce qui concerne le Sénégal ? Quels effets ces mesures ont – elles eu sur le taux d'épargne financière, le taux et le volume de l'investissement et sur le taux de croissance

³ La création de l'Uemoa fait suite à près d'une cinquantaine d'année de coopération monétaire au sein de l'Umoa. La nouvelle organisation, en plus de la coopération monétaire œuvre pour l'intégration des secteurs de l'économie réelle des Etats membres (Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Niger, Mali, Sénégal, Togo et plus tard en 1997 la Guinée-Bissau). Ils ont à cet effet défini des critères de convergence multilatérale qui visent, entre autres, la stabilité macroéconomique de l'environnement de l'Union.

⁴ Calculs effectués à partir du *Rapport d'exécution et de surveillance multilatérale*, Commission de l'Uemoa, Décembre 2000.

économique ? Qu'en est-il de l'approfondissement financier que devrait induire ces mesures ? L'hypothèse de complémentarité monnaie-capital, préalable à la mise en œuvre et à la réussite des recommandations néo-libérales, postulée par McKinnon se vérifie-t-elle dans le cadre du Sénégal ⁵? Au total, le retour de la croissance au Sénégal s'explique-t-elle par le contexte de libéralisation financière doublée d'une dévaluation ?

Ces objectifs sont sous-tendus par les hypothèses suivantes : la monnaie et le capital sont complémentaires au Sénégal (H1) ; la libéralisation financière entraîne le développement financier (H2), permet une plus grande mobilisation de l'épargne (H3), accroît le volume de l'investissement au Sénégal (H4), améliore l'efficacité de l'investissement (H5), et, en définitive, induit la croissance économique au Sénégal (H6)

Ces hypothèses reposent sur la démarche selon laquelle des taux créditeurs réels positifs favorisent une plus grande mobilisation de l'épargne, la disponibilité de cette dernière assure l'investissement et assure une meilleure efficacité dans l'allocation des ressources. Une croissance plus élevée ne serait que l'aboutissement de ce processus.

Pour la vérification de ces hypothèses nous organisons la suite de cette étude comme suit :

1. **Chapitre Premier** : il nous permettra de nous imprégner du contexte socio-économique, de la politique des taux d'intérêt et de ses conséquences au Sénégal
2. **Chapitre Deux** : nous exposons la démarche méthodologique après avoir présenté une revue critique de la littérature, aussi bien théorique qu'empirique.
3. **Chapitre Trois** : une analyse statistique et économétrique nous permettra de vérifier nos hypothèses dans le cadre du Sénégal. De cette analyse, découleront des recommandations.

⁵ Diaw (2000) a montré que cette hypothèse se vérifie dans le cadre de l'Uemoa.

CHAPITRE PREMIER

CONTEXTE SOCIO-ECONOMIQUE ET EVOLUTION DE LA POLITIQUE DES TAUX D'INTERET AU SENEGAL

Les expériences passées en termes de programmes de libéralisation financière (Vanet, 1998), font ressortir que le succès de ces programmes dépend fortement du cadre dans lequel ils sont appliqués. Pour ce faire, nous évoquerons dans ce chapitre, d'abord, le cadre socio-économique sénégalais, et ensuite des changements intervenus dans la conduite de la politique des taux d'intérêt au Sénégal.

Section 1 : Contexte Socio-économique du Sénégal⁶

Au lendemain de son accession à la souveraineté internationale, en 1960, le Sénégal a hérité de l'ancienne Afrique Occidentale Française (AOF) des infrastructures et un niveau d'industrialisation lui assurant des conditions de départ meilleures que celles de la plupart des anciennes colonies d'Afrique et même d'Asie. Le pays a joui, au plan interne, d'une relative stabilité politique et n'a pas connu de conflits armés avec ses voisins. Cependant, ces conditions propices au développement n'ont pas été suivies de performances économiques satisfaisantes. La question est alors de savoir pourquoi le Sénégal n'a pas su tirer profit de ces atouts. De 1960 à 1980, le taux de croissance annuel moyen du PIB par tête a été de - 0.3 %. Il a ensuite baissé à - 0.8 % entre 1981 et 1994.

La dévaluation du franc CFA de janvier 1994 a permis la relance de la croissance qui, pour la première fois depuis l'indépendance, s'est maintenue pendant sept années consécutives.

1.1/ Les Traits Caractéristiques de la Croissance de l'Economie

L'économie sénégalaise est caractérisée par les traits suivants : un faible rythme de progression du PIB comparativement aux performances des pays dits émergents, un bas

⁶ Abculaye Diagne et Gaye Daffé in *Le Sénégal en quête d'une croissance durable*, CREA-KARTHALA, 2000 ; auteurs qui citent Fischer (1993)

niveau d'accumulation du capital, un important poids du secteur tertiaire et des activités informelles dans le système productif, une répartition très inégales des revenus avec, comme corollaire, une pauvreté croissante. Or, aucun pays n'a encore réussi à combattre durablement la pauvreté, ou même à empêcher son extension, sans une croissance « rapide » de son PIB. La croissance « rapide » est définie comme un taux d'accroissement du PIB réel supérieur d'au moins 3 points de pourcentage au taux de croissance démographique. Dans la mesure où la population du Sénégal croît au rythme de 2.7 %, une croissance rapide de l'économie signifie un accroissement annuel du PIB d'au moins 5.7 %. A son rythme actuel, 3 % en moyenne par an, le PIB par tête devrait mettre vingt-trois années, soit une génération environ, pour doubler.

1.2/ Taux de croissance Faible et Erratique

Analysé sur la longue période, le rythme de l'activité économique apparaît particulièrement contrasté. De 1960 à la fin des années 1970, la croissance du PIB a été assez lente. Son taux annuel moyen est de 2.6 % à prix constants. C'est seulement entre les deux chocs pétroliers (1971-1978) que le taux de croissance de l'économie est passé à 3 %, coïncidant presque avec celui de la population, d'où la baisse du PIB par tête au cours des deux premières décennies de l'après - indépendance politique⁷.

Les contre - performances des politiques économiques, rendues encore plus aiguës par le poids de l'endettement, ont conduit à l'adoption des politiques de stabilisation et d'ajustement sous l'égide du Fonds Monétaire International (FMI) et de la Banque Mondiale (BM). Les efforts de stabilisation et d'ajustement structurel n'ont pas atteint les objectifs fixés. Le plan de redressement économique et financier (1980-1985), adopté en 1980, devait permettre une croissance de 2.7 % en moyenne annuelle entre 1980 et 1983 et de 3.2 % à partir de cette dernière date. Mais on a noté une stagnation et même une baisse annuelle de 0.6 % du PIB réel par habitant. Les résultats du Programme d'ajustement à moyen et long terme (PAMLT), prévu pour la période 1985-1992, n'ont pas été brillants. Le taux de croissance de l'économie s'est, en effet, établi en moyenne annuelle à 2.3 %, alors qu'au même moment le taux de croissance démographique était de 2.7 %. Le premier est même ressorti négatif (-2.2 %) en 1993.

La dévaluation intervenue en 1994 a permis une relance de la croissance qui est passée de 2.7 % en 1994 à 5.2 % en 1995 et a fluctué autour d'un taux moyen de 5 % entre 1996 et 2000. Ainsi, depuis le changement de parité, la croissance économique paraît moins erratique

⁷ DPS/MEF, *Les ressources et emplois du PIB*, divers numéros, cité par A.Diagne et G.Daffé, op.cit

que par le passé, mais semble tout de même marquée par un tassement. Son niveau est encore inférieur au seuil minimal reconnu comme le minimum nécessaire pour apporter une réponse appropriée à la préoccupante question de pauvreté.

Tableau 1 : Taux de croissance moyen du Sénégal de 1960- 2000 (%)

Années	1960-1969	1970-1979	1980-1984	1985-1993	1994-2000
Indicateurs					
PIB	2.2	3.0	1.8	2.2	4.9
PIB par tête	-0.5	0.3	-0.9	-0.4	2.1

Source : Calculs effectués par A.Diagne et al, op. cit. à partir des données de la DPS/MEFP et de la Bceao

1.3/ Faible Productivité globale des Facteurs et Désinvestissement.

La recherche des causes du faible niveau de croissance de l'économie sénégalaise conduit, entre autres, à décomposer le taux de croissance en contributions du facteur travail, du stock de capital et de la productivité totale des facteurs (PTF)⁸. Cette dernière est liée à l'assimilation du progrès technique et à l'amélioration de l'environnement dans lequel opèrent les unités de production. En recourant à cette démarche, on peut distinguer cinq tendances majeures (Diagne et Daffé, 2000)

1. Le taux de croissance de l'économie sénégalaise est plus faible que le taux moyen des pays d'Afrique subsaharienne (ASS) et celui des pays en développement.
2. La contribution de la productivité apparente du travail a été la même que dans les deux groupes de pays de comparaison, aussi ne joue-t-elle pas un rôle important dans les différences observées.
3. Le stock de capital total a varié entre 1.7 % et 1.1 %, selon la valeur retenue du coefficient de capital, et sa contribution à la croissance du produit n'a été que de 22 %, alors qu'elle est de 56 % pour l'ASS prise dans son ensemble.

⁸ Mbaye, A.A. "An Industry Level Analysis of Manufacturing Productivity in SENEGAL", Africa Region Working Paper Series No.41; World Bank, 2002.

4. La PTF a enregistré une croissance moyenne variant entre 0.5 % et 0.75 % selon les hypothèses retenues sur les valeurs respectives du coefficient de capital en 1960 et l'élasticité du produit au capital. Quoique sa contribution à la croissance du PIB au Sénégal soit plus élevée (20 %) que pour l'ensemble des pays de l'ASS (6 %), elle demeure tout de même inférieure à la moyenne des pays en développement (26 %). On ne peut imputer la totalité de l'augmentation de la PTF ni à un progrès technique qui se serait diffusé dans l'économie, ni à une plus grande efficacité dans l'utilisation des facteurs de production. Cette augmentation provient essentiellement du déplacement de la main-d'œuvre du secteur primaire vers les secteurs secondaire et tertiaire - particulièrement les services - qui ont une productivité plus élevée. Les gains, très modestes en PTF comparativement à la moyenne des pays en développement, reflètent plutôt un manque de compétitivité internationale.
5. Le stock de capital par actif a connu une baisse par an, variant de 0.2 % (pour un coefficient de capital de 2) à 0.8 % (pour un coefficient de capital de 2.5), résultat d'une croissance du taux de l'emploi plus rapide que celle du stock de capital par actif. Ce désinvestissement est l'une des principales causes de la faiblesse de l'économie sénégalaise. La même tendance s'observe pour les autres pays de l'ASS. En revanche, la moyenne des pays en développement a rapidement augmenté son stock de capital par travailleur.

Le tableau suivant retrace, sous différentes hypothèses du coefficient du capital, les taux de croissance annuels moyens du stock du capital, de la productivité travail et de la productivité globale des facteurs.

**Tableau 2 : Taux de croissance moyen annuel en %
la période 1960-1990.**

PIB	
Stock de capital	2.3
- Coefficient de capital = 2 en 1960	1.7
- Coefficient de capital = 2.5 en 1960	1.1
Emploi/population active	1.9
Productivité du travail	
Stock de capital par actif	0.4
- Coefficient de capital = 2 en 1960	-0.2
- Coefficient de capital = 2.5 en 1960	-0.8
Productivité globale des facteurs	
- Coefficient du capital = 2 en 1960 et élasticité du produit au capital = 0.3	0.5
- Coefficient du capital = 2.5 en 1960 et élasticité du produit au capital = 0.3	0.7
- Coefficient du capital = 2 en 1960 et élasticité du produit au capital = 0.4	0.5
- Coefficient du capital = 2.5 en 1960 et élasticité du produit au capital = 0.4	0.75

Source: J.-C. Berthélemy, A. Seck, A. Vourc'h, 1996

Latreille et Varoudakis (1996), dans une étude sur la croissance et la compétitivité dans l'industrie manufacturière du Sénégal, ont constaté la baisse de la productivité du travail au niveau sectoriel.

Plus récemment Mbaye (2000 ; 2002), en utilisant des données microéconomiques, confirme cette tendance en rapport avec d'autres Etats. Il établit que, dans la plupart des industries, la productivité a baissé de manière dramatique au Sénégal sur la période d'étude,

et comparativement, à des pays pour un certain nombre de produits. Le tableau suivant illustre cette tendance.

**TABLEAU 3 : Evolution de la Productivité du Travail du Sénégal
Comparativement à d'Autres Pays**

		1977	1985	1993	1994	1997	1998	1999
Sénégal/Zimbabwe	Total	1.00	0.43	0.67	0.59	0.48	0.46	0.42
	Aliment.	1.00	0.49	0.37	0.35	0.30	0.28	0.21
	Textile	1.00	0.68	0.16	0.63	0.33	0.40	0.46
	Vêtement	1.00	0.35	0.43	0.38	0.31	0.30	0.27
	Bois	1.00	0.48	0.38	0.56	0.50	0.48	0.48
	Papier	1.00	0.47	0.82	0.71	0.50	0.36	0.24
	Publication	1.00	0.46	0.50	0.42	0.47	0.55	0.45
	Chimie	1.00	0.09	0.77	0.01	0.47	0.58	0.45
	Métallurgie	1.00	0.51	0.81	0.51	0.38	0.56	0.42
Sénégal/Corée S.	Total	1.00	0.36	0.23	0.20	0.12	0.11	0.09
	Aliment.	1.00	0.61	0.33	0.27	0.18	0.17	0.12
	Textile	1.00	0.44	0.04	0.20	0.09	0.11	0.12
	Vêtement	1.00	0.31	0.15	0.13	0.08	0.07	0.06
	Bois	1.00	0.43	0.14	0.23	0.16	0.15	0.13
	Papier	1.00	0.27	0.19	0.16	0.07	0.05	0.03
	Publication	1.00	0.36	0.15	0.08	0.11	0.11	0.09
	Chimie	1.00	0.08	0.19	0.34	0.12	0.13	0.09
	Métallurgie	1.00	0.37	0.26	0.13	0.09	0.10	0.07

Source : Extrait de Aly A. Mbaye, 2002

Le profil de l'économie sénégalaise, sur la période 1960-2000, se caractérise par une croissance relativement faible et erratique, un bas niveau de la productivité totale des facteurs, un poids croissant des secteurs informel et tertiaire dans le système productif, ainsi qu'une inégalité marquée dans la répartition des revenus entraînant une aggravation de la pauvreté.

Les réformes structurelles et institutionnelles intervenues, après la dévaluation du franc CFA en 1994, semblent avoir agi positivement sur la croissance de l'économie. Par quels mécanismes cette croissance a-t-elle été opérée ?

Section 2 : La Politique des Taux d'Intérêt et ses Conséquences au Sénégal

Le Sénégal partage la même politique monétaire avec les autres Etats membres de l'Uemoa. Le Conseil des ministres définit la politique monétaire en accord avec les autorités françaises. La Bceao, institut d'émission commun, est chargée de son exécution.

Cinq règles essentielles régissent le fonctionnement de l'Uemoa et la conduite de la politique monétaire :

1. La convertibilité à parité fixe du franc CFA et du franc français (et depuis le 1^{er} janvier 1999 le rattachement à l'euro, la monnaie européenne) par l'intermédiaire d'un compte d'opération ouvert au Trésor français ;
2. Une politique commune des taux d'intérêt bancaires⁹ ;
3. Le plafonnement des avances annuelles consenties aux Etats par la Bceao à un maximum de 20 % des recettes fiscales constatées lors de l'exercice précédent ;
4. Un marché monétaire interbancaire couvrant l'ensemble de la zone ;
5. Un Comité national du crédit assurant la répartition des crédits intérieurs entre l'Etat et l'économie (jusqu'en 1989).

2.1/ La Bceao.

Elle assure la gestion du Franc de la Communauté Financière Africaine (FCFA) et des réserves de changes. Son origine remonte à 1853 où elle s'appelait la Banque du Sénégal. C'était une banque privée créée à l'initiative du trésor français mais qui avait le privilège d'émission monétaire. Pour des raisons d'extension du capital et des besoins de financement des colonies, elle est devenue Banque d'Afrique Occidentale (BAO) en 1901. Afin de séparer les activités de banque commerciale et d'émission, il fut créé l'institut d'émission de l'Afrique Occidentale Française (AOF) et du Togo en 1955. L'appellation BCEAO ne lui sera attribuée qu'en 1962. Dès lors, la BCEAO s'est fixée trois objectifs de politique monétaire à savoir :

1. Favoriser la mobilisation de l'épargne ;
2. Promouvoir un financement sain de l'économie ;

⁹ Les taux d'intérêt réels peuvent cependant être différents, pour cause de l'inflation anticipé qui diffère d'un pays à un autre. L'inflation est largement déterminée dans les pays de l'Union par les produits agricoles de première nécessité et par le secteur « Bâtiments et Travaux publics » selon le Rapport d'exécution et de surveillance de la Commission de l'Uemoa, décembre 2000.

3. Assurer la convertibilité externe de la monnaie en s'assurant un niveau d'avoirs externes conformes aux principes de la zone Franc.

La politique monétaire de la BCEAO a évolué. La régulation administrative en vigueur jusqu'en octobre 1989 a laissé place à la régulation par le marché.

2.2/ Les Mesures de Libéralisation Financière.

Les principales mesures de libéralisation financière, intervenue dans l'Union, ont été prises pour l'essentiel en 1989 et 1993 (voir tableau n°4). La Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (Bceao) a significativement modifié sa politique de gestion des taux directeurs en 1989 avec le remplacement du taux d'escompte préférentiel et du taux d'escompte normal par un taux d'escompte unique. En 1993, il y a eu la mise en place du taux de prise en pension, un nouveau taux directeur intermédiaire entre le taux du marché monétaire et le taux d'escompte. Le marché monétaire de l'Union, mis en place en 1975, fonctionnait avec un compartiment au comptant et deux à terme (à un et trois mois, depuis 1978) avec un taux fixé par la Bceao selon l'adjudication mixte. Les principales mesures ont été : la création d'un marché interbancaire, d'un guichet d'appel d'offres et la fusion des trois compartiments en un seul guichet hebdomadaire (1993) ; la mise en œuvre d'une politique d'open-market en 1998 et la même année, la suppression de l'adjudication à la hollandaise de la Bceao adoptée deux ans plus tôt (1996).

Concernant les conditions des banques applicables à la clientèle, les taux débiteurs planchers ont été supprimés en 1989. La libéralisation totale des taux débiteurs est intervenue en 1993 avec la suppression des taux plafonds. Toutefois, les banques ne doivent pas charger des taux d'intérêt supérieurs au taux d'usure fixé par les autorités monétaires. Les banques ont été autorisées à rémunérer librement les dépôts privés à vue et les placements privés à terme de moins de 500.000 Fcfa à partir de 1989. A l'exception de la rémunération minimale pour placements privés de moins d'un an et inférieurs à 5 000 000 F CFA et le taux fixe pour les placements contractuels (principalement les comptes d'épargne sur livret), toutes les autres conditions créditrices ont été libéralisées en 1993. Par ailleurs, pour renforcer cette option de politique financière, les programmes sectoriels de crédit ont été supprimés en 1989 et l'encadrement du crédit a été remplacé en 1993 par l'institution des réserves obligatoires en règle générale non rémunérées. Initialement identiques dans tous les pays, le coefficient et l'assiette des réserves obligatoires ont été ensuite différenciés depuis août 1998.

Tableau 4 : Les principales mesures de Politique Financière dans l'Uemoa.

	Gestion des taux directeurs (1)	Conditions des banques (2)		Marché monétaire (Mise en place en 1975)	Autres mesures
		Créditrices (3)	Débitrices		
Avant 1989	<ul style="list-style-type: none"> .Taux d'escompte préférentiel (TEP) .Taux d'escompte normal (TEN) 	<ul style="list-style-type: none"> .Taux fixes sur les dépôts privés de moins d'un an, sinon taux plancher .Taux plancher sur les dépôts privés de plus 2.10⁶ FCFA. 	<ul style="list-style-type: none"> Sur la quasi-totalité des crédits : .Taux plafond :TEP+2 ou 3% .Taux plancher :TEP+1% 	<ul style="list-style-type: none"> .Opération <i>au jour le jour</i> puis à un et à trois mois, en 1978. .Le TMM fixé par la Bceao selon l'adjudication à la mixte. 	<ul style="list-style-type: none"> . Programmes de financement sectoriel. . Encadrement de crédit . Plafond normatif pour le refinancement des crédits ordinaires
Octobre 1989	Taux d'escompte(TE), fixé au-dessus du taux de marché monétaire(TMM) par la Bceao.	<ul style="list-style-type: none"> . Libéralisation totale de la rémunération des dépôts à vue et des dépôts à termes inférieurs à 500.000 Fcfa. .Taux plancher pour les dépôts à terme de montant supérieur. 	<ul style="list-style-type: none"> .Suppression des taux planchers .Taux plafond unique=TE+marge de rentabilité des banques(fixé à 5% par la Bceao) 	<ul style="list-style-type: none"> . Intervention ouverte aux établissements financiers. . Libéralisation des prêts interbancaires. 	<ul style="list-style-type: none"> . Suppression des programmes de financement sectoriel . Encadrement de crédit étendu aux crédits de campagne et aux Etats . (1990) Mise en place de la Commission Bancaire.
1993	Mise en place du taux de prise en pension (fixé par la Bceao entre TE et TMM)	Seuls les dépôts à terme de moins de 5.10 ⁶ Fcfa pour moins de 1an sont rémunérés au TmMM-2%(4), sinon libéralisation totale.	<ul style="list-style-type: none"> .Libéralisation totale .Institution d'un taux d'usure équivalent à 2 fois le TE 	<ul style="list-style-type: none"> .Création du marché interbancaire et guichet d'appels d'offre .Fusion des trois guichets en un seul hebdomadaire. 	<ul style="list-style-type: none"> . Suppression encadrement de crédit . Mise en place des Réserves Obligatoires
Période courante	Idem	Idem	Idem	<ul style="list-style-type: none"> . (1996)Adjudication à la hollandaise . (1998)Suppression de l'adjudication . Politique d'open-market 	<ul style="list-style-type: none"> . Adoption d'un cadre réglementaire relatif à la diversification des supports du marché monétaire

(1) Jusqu'en 1989, les découverts accordés aux Etats ont été rémunérés au TEP. Ensuite, il y a eu le taux spécial applicable aux Trésors Nationaux. (2) Applicables à la clientèle privée non financière. (3) Il s'agit de placements privés, sauf comptes d'épargne sur livrets et dépôts publics assimilés. (4) Il s'agit du Taux Moyen Mensuel du marché monétaire correspondant à la moyenne mensuelle des taux des adjudications pondérés par leur durée ; il est publié, chaque mois, par la Bceao.

Source : Notes d'Information et Statistiques (Bceao) et Zone Franc, Rapports annuels.

2.3/ La Réalité de la Répression et de la Libéralisation Financières au Sénégal.

L'existence de taux créditeurs réels négatifs est, entre autres, une manière de déceler la répression financière dans une économie (Fry, 1995). Le Sénégal a-t-il connu des périodes de répression financière ?

Tableau 5: Taux d'intérêt réels créditeurs au Sénégal de 1971 à 2000.

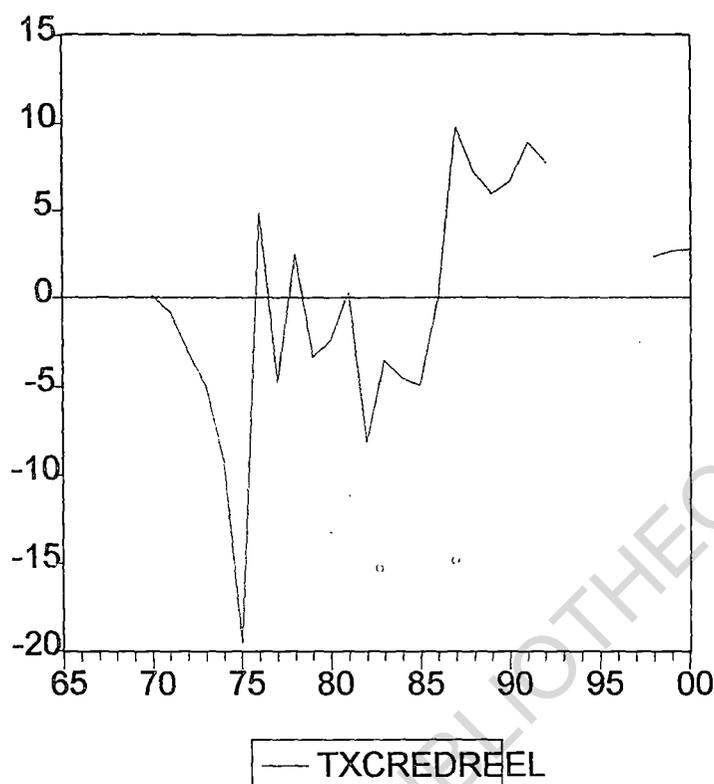
Année	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Taux Créditeur Réal (%)	-0,80	-3,02	-4,96	-9,31	- 19,60	4,86	-4,75	2,48	-3,35	-2,35	0,33	-8,15	-3,49	-4,51	-4,91

Année	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Taux Créditeur Réal	-0,05	9,78	7,18	5,96	6,65	8,92	7,75	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	2,37	2,68	2,78

Source : WDI, 2002.

De nombreuses années, de 1971 à 1989, sont caractérisées par des taux réels créditeurs négatifs : la répression financière a été une réalité au Sénégal.

Le graphique 1 suivant l'illustre mieux avec un minimum pour 1975. Depuis 1989, année des mesures de libéralisation financière, ces taux sont globalement positifs : la réforme financière de 1989 a permis à l'économie sénégalaise de sortir de l'état de répression financière.

Graphique 1 : Taux créditeur réel du Sénégal de 1971 à 2000

Source : Auteur à partir de WDI, 2002

2.4/ Les Principales Caractéristiques du Réseau Bancaire Sénégalais.

Le réseau bancaire de l'Union présente des traits assez marquants tant du point de vue de la forte concentration de l'intermédiation que de la faible bancarisation de la zone.

De 1993 à 1999, les dix plus grandes banques universelles de l'Uemoa ont assuré en moyenne plus des 50% des crédits et des dépôts dans toute la zone. La différence est tout aussi importante par pays.

A la date du 31 décembre 2001, 15 établissements de crédit¹⁰ opèrent au Sénégal. Leur capital s'élève au total à 37 027 millions de francs CFA contre 33 308 millions en 2000. Au même moment leurs ressources s'accroissent de 99 milliards, soit 11 % contre 17 % un an

¹⁰ Selon la terminologie consacrée par la Bceao. Il s'agit de Banques et des Etablissements financiers

plus tôt, pour s'établir à 1.024 Milliards. Leur progression est imputable, à hauteur de 65 %, à celle des dépôts et emprunts de cinq grands établissements (Cf. Annexes 2 & 3). La part des établissements de grande taille et des banques moyennes , dans le total des ressources , ressort respectivement à 68 % et 23 %.

Du côté des emplois, il y a eu un accroissement net de 895 Milliards, soit une progression de 7 % contre 13 % en 2000, en liaison principalement avec la poursuite de l'expansion des crédits à la clientèle. Les plus fortes progressions ont été réalisées par les établissements de grande taille, ceux de taille moyenne enregistrant un recul de 22 Milliards de leurs emplois.

Ces crédits à la clientèle avec un encours de 670 Milliards, constituent 75 % du total des emplois contre 76 % l'année précédente et ce, malgré une hausse de 33 Milliards (+ 5 %), imputable aux banques de grande taille à qui reviennent 16 Milliards. Par contre, les emplois courts des établissements de taille moyenne ont reculé de 16 Milliards, ramenant ainsi leur part de marché à 15 %.

Les utilisations de crédit déclarées à la Centrale des risques de la Bceao font apparaître une prépondérance des secteurs du commerce et des industries manufacturières, dont les parts respectives s'établissent à 32 % et 27 %. Les crédits à court terme, qui représentent 70 % de l'ensemble des risques, ont essentiellement bénéficié aux secteurs du commerce de gros et de l'industrie chimique, à hauteur respectivement de 28 % et 12 %. Ces deux secteurs utilisent également 9 % et 13 % des concours à moyen terme. Les financements longs sont affectés aux particuliers à hauteur de 36 % pour l'immobilier, aux industries de fabrication de produits alimentaires, boissons et tabac pour 14 %.

Notons que le secteur financier informel cohabite et concurrence le secteur formel. Par ailleurs les SFD¹¹ connaissent un réel essor au Sénégal ces dernières années et servent, dans une certaine mesure, de pont entre le secteur formel et celui informel (Eboué, 2000). Somme toute, il ressort de cet aperçu du paysage bancaire sénégalais un certain dynamisme, dynamisme qui caractérise une économie en plein essor.

2.4.1/ Libéralisation Financière et Taux de Bancarisation.

¹¹ Système Financier Décentralisé

Tableau 6 : Quelques Indicateurs du Degré de Bancarisation

	1990-1991	1991-1992	1999	2000	2001
Etablissements de crédit, dont ...	10	10	14	14	15
Banques	-	-	9	10	11
Etablissements financiers			5	4	4
Montant de Capital (en millions)	-	-	34 261	33 308	37 027
Réseau*	-	-	66	73	92
Population (en millions d'habitants)	-	-	9,28	9,52	9,66
Taux de bancarisation (Nombre d'habitants par guichet)	-	-	140 606	130 410	105 000

Source : Commission Bancaire de l'Uemoa, Rapport 2001.

* Nombre d'Agences et de Bureaux

Les firmes bancaires sont à la recherche de marges plus élevées. Ceci est possible si la différence entre le taux créditeur et le taux débiteur (spreads bancaires) est positive. Des spreads positifs attirent les firmes bancaires.

Aussi peut-on remarquer qu'au moment de la libéralisation financière, il y avait à peine une dizaine (10) d'établissements de crédit au Sénégal, 10 ans plus tard, ils sont une quinzaine (15) soit une croissance de 50%. Un réseau bancaire dense est indicateur du dynamisme du secteur financier et un atout pour la mobilisation de l'épargne intérieure ; la proximité d'un établissement de crédit étant un facteur déterminant dans la décision d'épargner. Le taux de

bancarisation, le nombre d'habitants par guichet, est passé de plus de 140 000 habitants par guichet en 1999 à près de 100 000 en deux (2) plus tard. Cette évolution rapide traduit un certain dynamisme dans le secteur, dynamisme qui n'est pas étranger à l'évolution positive des spreads bancaires. Le tableau suivant traduit ce fait.

Tableau 7 : Evolution des Spreads Bancaires au Sénégal de 1980 à 2000.

Année	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Spreads	8,31	8,25	8,25	7	7,25	7,25	7,42	8,25	8,33	8,71	9

Année	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Spreads	9	9	13,25°	13,15	13,09	13,49	13,30	13,30	13,50	13,50

Source: WDI, 2002 et Enquête de l'auteur

- Les données de 1993 à 1997 sont le résultat d'une enquête auprès des banques.

Il ressort de ce tableau que les marges bancaires sont plus élevées au Sénégal depuis la libéralisation financière de 1989. C'est une des causes qui justifient l'arrivée de nouveaux établissements de crédit (Eco-Banque, Bank of Africa ...), mais aussi l'extension du réseau des anciens établissements (CBOA, SGBS, ...)

2.4.2/ Libéralisation Financière et Structure du Marché Bancaire¹²

Les réformes mises en œuvre à partir de la fin des années 1989 ont engendré une nouvelle configuration du système bancaire sénégalais. Nous allons nous intéresser aux indicateurs de la structure de marché. Ces indicateurs nous renseignent sur le caractère concurrentiel que devrait induire, entre autres, les nouvelles réformes.

Mbaye et Niang (2001) calculent les indices de concentration dits CR_k de la structure du marché bancaire. Ils ont été calculés respectivement pour les quatre et les six banques les plus importantes (CR_4 et CR_6). Les résultats sont consignés dans le tableau suivant:

¹² Voir Mbaye et Niang, Décembre 2001

Tableau 8 : Ratios de Concentration CRk pour les Banques et Etablissements Financiers du Sénégal

Années	CR 6	CR4
1984	0,90	0,73
1985	0,86	0,69
1986	0,86	0,70
1987	0,86	0,71
1988	0,88	0,69
1989	0,84	0,65
1990	0,84	0,68
1991	0,90	0,78
1992	0,94	0,78
1993	0,95	0,79
1996	0,94	0,78
1997	0,92	0,76
1998	0,91	0,73
Moyenne	0,89	0,72
Médiane	0,90	0,73
Maximum	0,95	0,79
Minimum	0,84	0,65
Ecart-type	0,03	0,04

Source: Mbaye et Niang (2001)

Il se dégage de ce tableau une très grande concentration de l'activité financière au Sénégal. Les quatre plus grandes institutions financières¹³ en termes de chiffres d'affaire détiennent au minimum 65 % des parts de marché, au maximum 79 % de ces mêmes parts de marché selon les années et une moyenne de 72 % avec une très faible dispersion autour de la moyenne telle que l'atteste la faiblesse des écarts-types. Les résultats sont encore surprenants lorsqu'on considère les CR6, c'est-à-dire les ratios des 6 plus grandes institutions. On trouve, en effet, une valeur maximale de 95 % , une valeur minimale de 84 % et une moyenne de 89

¹³ La SGBS, la BICIS et la CBAO occupent les trois premières places du système bancaire sénégalais avec une part de marché qui s'élève respectivement à 38%, 25% et 20% soit 80% du marché pour les trois institutions (Direction de la Planification, 2000 ; citée par Mbaye et Niang)

%. On y constate également une faible dispersion des observations autour de la moyenne. Ces résultats mettent en évidence le caractère très fortement concentré de l'activité bancaire au Sénégal. La réforme ne semble pas y avoir beaucoup changé étant donné que c'est pendant les années de réforme qu'on a observé les valeurs les plus élevées pour ces ratios.

En définitive, la réforme n'a pas eu d'impact sur la structure du marché financier au Sénégal ; celui-ci est en effet resté aussi concentré sinon davantage qu'avant la réforme. Toutefois, concluent-ils, même si les ratios de concentration peuvent donner un aperçu du caractère concurrentiel ou non du marché financier, elle est loin de suffire pour donner une idée de la performance de ce dernier. L'expérience des pays développés nous enseigne qu'un marché financier peut être très concentré tout en étant performant par ailleurs.

Nous retenons de ce chapitre que le Sénégal connaît une croissance ininterrompue depuis 1994 et que cette croissance est allée de paire avec des taux d'intérêt appliqués sur les dépôts bancaires désormais globalement positifs et ce, malgré la baisse constatée de la productivité des facteurs. La croissance au Sénégal s'explique-t-elle donc par la modification des conditions financières ?

Il convient de procéder à une revue de littérature, adopter une méthodologie afin de vérifier les prescriptions néo-libérales dans le cadre du Sénégal. C'est l'objet du chapitre suivant.

CHAPITRE DEUXIEME

REVUE DE LITTERATURE ET METHODOLOGIE

Section 1 : La Revue de la Littérature

Il faut dire qu'établir un rapport entre les conditions financières et la croissance économique est en soit une avancée significative. En effet, les économistes ont eu des opinions différentes en ce qui concerne l'importance du système financier en rapport avec la croissance économique. Walter Bagehot (1873) et John Hick (1969) ont soutenu que le système financier a initié l'industrialisation en Angleterre en facilitant la mobilisation du capital pour d'« immenses travaux ». Joseph Schumpeter (1912) soutient que le bon fonctionnement des banques a impulsé l'innovation technologique en identifiant et en finançant ceux des entrepreneurs qui ont de meilleures chances d'innover les produits et les processus de production.

Joan Robinson (1952, p.86) déclare au contraire que « là où est l'entreprise, la finance suit. » Selon ce point de vue, le développement économique crée la demande de types particuliers d'arrangements financiers, le système financier ne faisant que répondre automatiquement à cette demande. Qui plus est, certains économistes ne croient pas que la relation finance-croissance soit importante. Robert Lucas (1988, p.6) affirme que les économistes ont « à tort trop mis l'accent » sur le rôle des facteurs financiers dans la croissance économique. Les économistes du développement, quant à eux, expriment fréquemment leur scepticisme quant au rôle du système financier en l'ignorant dans leurs modèles (Arnaud Chandavarkar 1992).

Soixante ans après le début de la première Guerre Mondiale, les avocats de la libéralisation financière sont plutôt considérés comme étant d'un genre particulier. Durant cette période, en effet, la majeure partie des travaux théoriques reliant conditions financières et développement économique ont détecté des possibilités d'effets négatifs ou au mieux neutres du développement financier sur les niveaux de la production ou sur le taux de croissance.

Du point de vue théorique, le concept de libéralisation financière apparaît au début des années 1970 dans les écrits de McKinnon (1973) et de 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 développement. Cette théorie trouve rapidement un écho favorable tant auprès des grands organismes internationaux (FMI, BM...) qu'auprès de certains pays en développement. Elle séduit par la simplicité de sa mise en œuvre. Dès la fin des années 1970, 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, Taïwan) leur emboîtent le pas au début des années 1980.

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

Quels sont donc 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 ?

1.1/ Les Approches Théoriques de la Libéralisation Financière :

1.1.1/ L'Approche de McKinnon/Shaw

Dans 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 des procédures, telles que la fixation des taux d'intérêt au-dessous de leur niveau d'équilibre de marché (parfois 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 McKinnon et Shaw et leurs héritiers conduit à un ralentissement de la croissance économique.

1.1.1.1/ De la nécessité de libérer le secteur bancaire de ses contraintes.

McKinnon se situe, d'abord, dans le cadre d'une économie « fragmentée »¹⁴ où, compte tenu du « manque de marché financier organisés[...], les unités économiques sont réduites à l'autofinancement, sans qu'il soit besoin de faire une distinction entre épargnants (ménages) et les investisseurs (entreprises). Ces entreprises-ménages ne se prêtent pas ou ne s'empruntent pas les uns aux autres » (1973, p.56). 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 monétaires réelles (dépôts bancaires).

L'épargne sous forme de dépôts bancaires, c'est-à-dire l'épargne financière, est supposée être une fonction croissante de sa rémunération réelle, c'est-à-dire du taux d'intérêt servi sur les dépôts : plus ce taux est élevé et plus l'incitation à investir est grande. De ce fait, les encaisses réelles jouent le rôle de « conduite » dans la formation du capital : monnaie et capital seraient complémentaires plutôt que substituables.¹⁵ L'apport fondamental de la théorie de McKinnon 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 monétisation 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.

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 : McKinnon décrit les effets d'une augmentation du taux d'intérêt réel comme un moyen de monétariser une économie

¹⁴ 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)

¹⁵ Dans le cas de 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.

« 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), McKinnon se place dans le cadre d'une économie où le 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 McKinnon font que « l'approche de McKinnon /Shaw » ne se réduit, très souvent, qu'au seul modèle de Shaw.

L'analyse de ces auteurs vise donc à montrer que, dans le cadre d'une économie réprimée financièrement, la fixation des taux d'intérêt au-dessous de la 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 ;
- Détérioré 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, libéraliser le secteur financier, c'est-à-dire 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 (c'est-à-dire l'épargne), et donc, permettre la croissance de l'investissement. Cela devrait permettre aussi d'accroître l'intermédiation financière bancaire : d'où une réduction des frais d'intermédiation entre prêteurs et emprunteurs grâce à la réalisation d'économie d'échelle, une meilleure diversification du risque et un accès facilité des emprunteurs aux fonds prêtables.

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

1.1.1.2/ Prolongements de l'Analyse de McKinnon /Shaw

Kapur (1976) fut un des premiers à compléter l'analyse de McKinnon/Shaw en l'intégrant dans un modèle dynamique. Il parvient à la conclusion qu'il est préférable d'accroître le taux nominal sur les dépôts que de réduire le rythme de croissance de la masse monétaire (règle de $k\%$ de Friedman). 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. Aussi, la politique de libéralisation est – elle supérieure à la politique monétaire de règle de réduction à $k\%$ prônée par Friedman.

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'y a donc 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 McKinnon en l'intégrant dans un modèle d'analyse en termes de risque/rendement. Ces deux auteurs introduisent explicitement un troisième actif qui prend la forme de stocks de biens finis ou semi-finis considérés comme des valeur-refuges contre l'inflation. Alors que McKinnon/Shaw s'attachent à considérer la répression financière comme le fait que le rendement de la monnaie (différence entre nominal sur les dépôts et l'inflation) soit réprimé, **Vogel et Buser** la décrivent en terme de risque croissant attaché à ce même rendement, c'est-à-dire 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 de rendement réel de la monnaie (Corée du Sud) ;
- Une stabilisation du niveau de rendement réel, par exemple une baisse du risque attaché à la détention de la monnaie (Brésil).

Mathieson (1979) construit, quant à lui, 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 le Chili dans les années 70) propres à alimenter les 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'inflation.¹⁶ 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 (excès de dépréciation) 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 McKinnon/Shaw.

C'est le cas, notamment, des travaux de **Roubini et Sala-i-Martin (1992)**.

Leur modèle vise à étudier les conséquences de 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 actif liquide) améliore la croissance de long-terme de l'économie grâce à l'augmentation de la productivité 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 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 pays. L'approche de McKinnon/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 d'inflation affecteraient négativement la croissance économique. A contrario, la libéralisation financière, parce qu'elle permettrait le développement financier, serait à même d'accélérer le développement économique.

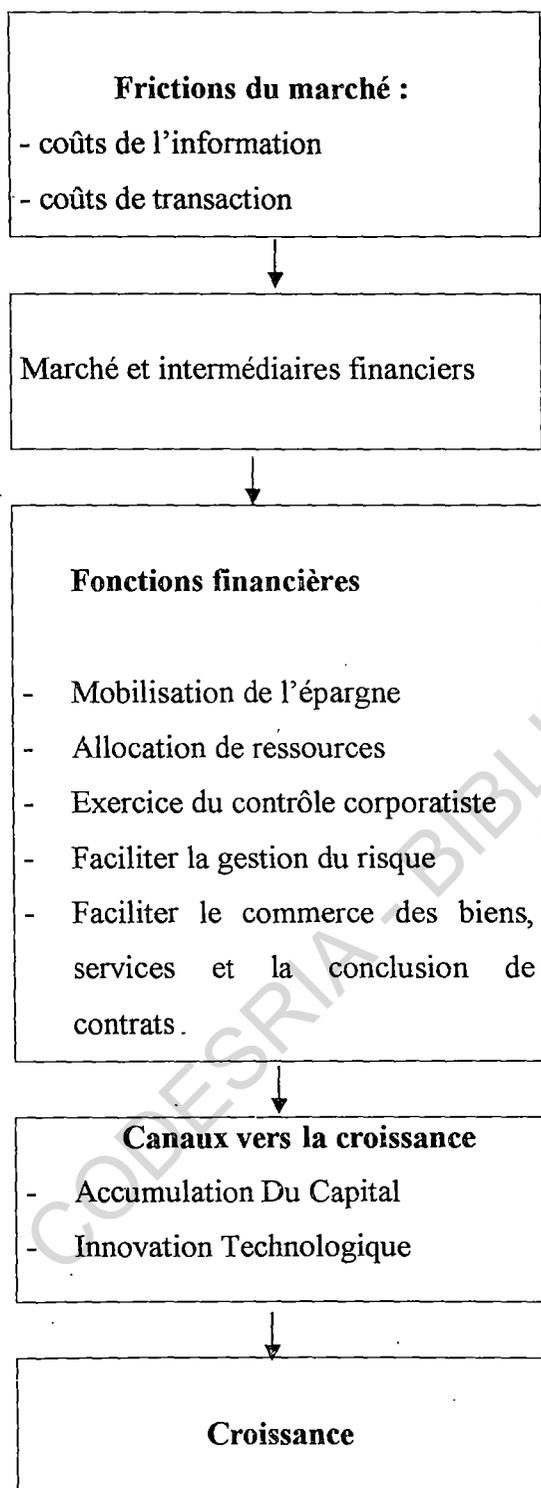
¹⁶ Il convient de souligner que McKinnon avait déjà évoqué ce type de problème dès 1973. Lorsqu'il étudie le cas de la Corée du Sud, il préconise une stérilisation des capitaux flottants de manière à éliminer le problème d'inflation éventuellement généré par la libéralisation financière.

Les propositions de McKinnon et de Shaw ont eu un récent regain d'intérêt notamment avec les travaux de Levine (1997), Fama (1995), Diamond (1984), Diamond et Dybvig (1983). Leurs travaux pourraient se résumer ainsi :

- L'intermédiation financière bancaire est plus efficace que les marchés financiers dans la gestion des asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs ;
- La firme bancaire est plus efficace que les entreprises privées, car elle développe plus facilement des économies d'échelle et d'envergure, grâce à sa fonction de production de l'information et grâce à ses mécanismes de sélection des risques.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

Levine (1997) résume, comme suit, l'approche théorique de la finance à la croissance économique :



Source : Ross Levine (1997)

Pourtant, l'approche néo-libérale, peut-être à cause de son caractère volontairement simple et opérationnel, n'est pas sans soulever un certain nombre de problèmes.

1.1.1.3/ Les problèmes posés par la libéralisation financière dans l'approche McKinnon

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 de l'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 les mauvaises politiques financières réduisent les rendements ou les rendent excessivement instables » (1989, p.204). 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 exagération » (op.cit, p.205). Il convient donc de revisiter un certain nombre de relations-clés qui fondent l'approche de McKinnon/Shaw.

En premier lieu l'ensemble de la théorie de la libéralisation suppose une relation croissante entre taux d'intérêt réel et épargne. C'est ne prendre en compte que l'effet-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 McKinnon, 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 McKinnon/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 de crédit, même sur les marchés compétitifs du crédit. Cela implique que la libéralisation financière pourrait s'avérer, par essence, inefficace compte-tenu des imperfections du marché du crédit. Structurellement, les marchés de crédit ne sont pas des marchés ordinaires, dans la mesure où on n'y échange pas des biens contemporains, mais des fonds auxquels sont attachées 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 de taux d'intérêt » (1986, pp.196-197). En d'autres termes, l'allocation du crédit ou l'existence de banques d'Etat d'investissement, loin d'avoir une influence perturbatrice 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 d'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'ensuivra une diminution provisoire de la marge 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 davantage. 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 de trésor à l'actif des banques.

Dans un modèle récent, **Bencivenga et 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 négatif.¹⁷ 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 McKinnon /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 répression financière » (1989, p.67). 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 indirects¹⁸] va devoir faire face à la concurrence

¹⁷ Becker 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.

¹⁸ 1989, p.85

accrue d'un secteur financier organisé plus libéralisé¹⁹». ²⁰ Secteur officiel et secteur informel seraient donc substituables et la croissance du premier conduirait inmanquablement à la disparition du second.

Pourtant, comme le souligne Jansen (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 » (1989, p.63).

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 McKinnon/Shaw.

1.1.2/ L'Ecole Néo-Structuraliste :

A la suite de Taylor (1983), et en réaction aux thèses avancées par McKinnon/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.

1.1.2.1/ Les Hypothèses des Modèles Néo-Structuralistes :

Selon Fry (1988), « les modèles structuralistes reposent sur cinq assertions radicalement différentes de celles de McKinnon :

- 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 » (1988, p.87).

¹⁹ deeping in the organised market.

²⁰ opus cite, p.137

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 dans 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 logique des modèles « mckinnoniens » 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 donc au centre de l'analyse néo-structuraliste. Comme précédemment, c'est sur ces marchés que se détermine le taux d'intérêt nominal qui assure l'égalité entre l'offre et la demande de crédit et de monnaie. Les détenteurs de monnaie servent de banques sur ces marchés ; c'est-à-dire ils jouent le rôle d'intermédiaires financiers entre épargnants et investisseurs. Selon Taylor, ces marchés sont, souvent, « compétitifs et agiles ».

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 de McKinnon/Shaw.

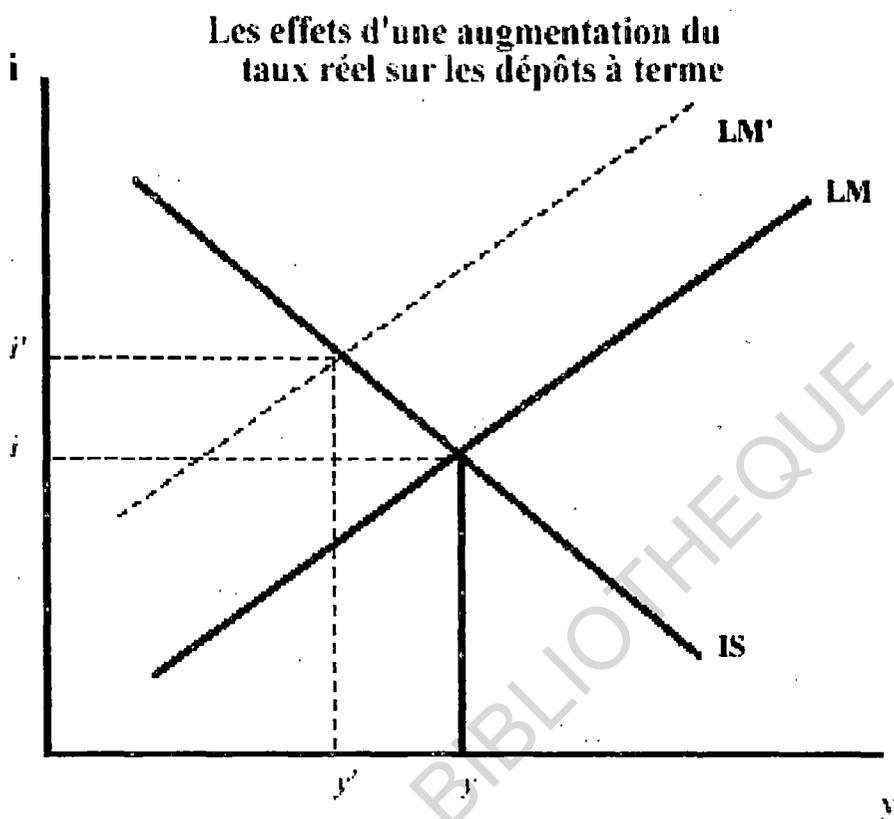
1.1.2.2/ Pourquoi la libéralisation financière n'est-elle pas souhaitable ?

Les réserves obligatoires constituées par les banques sont, dans les modèles néostructuralistes, un obstacle à l'intermédiation financière. En effet, elles réduisent d'autant l'offre réelle totale de crédit pour les entreprises. Si on suppose, à la suite de McKinnon, 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 suivant :

Graphique 2: Les Effets d'une Augmentation du Taux Réel sur les Dépôts à Terme



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

Une augmentation du taux réel servi sur les dépôts (r_{td}) n'affectant pas le marché des biens - qui ne dépend que du taux d'intérêt réel du secteur informel ($i - \square$) 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_{td} 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, à 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 McKinnon/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, c'est-à-dire 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, **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 remarques remettent quelque peu en cause le postulat néostructuraliste 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.

Cette 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 d'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". 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 "mckinnoniens" 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.

1.2/ Tests Empiriques des Hypothèses Néo-Libérales.

La recherche empirique sur la répression financière s'est initialement focalisée sur ses effets sur l'épargne et l'investissement. Evaluant l'expérience des taux réels négatifs institutionnels, Long (1983,22) énumère les effets suivants : épargne nationale réduite, (more capital flight), pire allocation des ressources, prêts excessifs à des emprunteurs publics, résurgence de marchés monétaires non institutionnels, intervention accrue des institutions financières étrangères, multiplication des problèmes liés au contrôle monétaire.

1.2.1/ Effets de la Libéralisation Financière sur l'Epargne, l'Investissement et la Croissance.

De nombreuses études empiriques ont porté sur le rapport entre conditions financières et l'épargne, conditions financières et l'investissement, entre conditions financières et la croissance économique.

1.2.1.1/ Libéralisation financière et l'Epargne.

Des taux créditeurs plus élevés devraient selon McKinnon/Shaw permettre de drainer plus de dépôts vers le système bancaire officiel. Qu'en est-il en réalité ?

Dans un article déterminant écrit dans la première moitié des années 1970, Mikesell et Zinser (1973,17) concluent ce qui suit : « Il est très probable que les taux d'intérêt soient significatifs dans la détermination des canaux par lesquels l'épargne afflue aussi bien dans les pays développés que ceux en développement ... ». Cependant la plupart des études publiées depuis lors ont accordé peu d'importance à la modélisation des taux d'inflation anticipée ; d'autant, il

est vrai que les taux d'intérêt réels n'ont pas varié de manière substantielle dans les pays développés.

Peu d'études ont été réalisées sur les effets des conditions financières sur l'épargne dans les pays en développement, exception faite des travaux sur Taiwan et la Corée du sud. Le débat sur la sensibilité de l'épargne aux modifications du taux d'intérêt, aussi bien dans les pays développés que ceux en développement est loin d'être tranché ; le débat donnant lieu à plus d'opposition qu'à un éclairage.

Modigliani (1986,30) affirme que « malgré un débat houleux, aucune conviction générale d'évidence n'a été donnée par aucune des parties, ce qui me conduit à une vue prévisionnelle, d'après laquelle, le taux d'épargne est largement indépendant du taux d'intérêt »

Boskin (1978) trouve un coefficient significativement positif du taux d'intérêt sur la fonction d'épargne des Etats-Unis. Les travaux **Fry (1978,1979a,1981c,1984,1991a)** relèvent des effets significativement positifs du taux d'intérêt sur les ratios d'épargne dans un échantillon de 14 pays en voie de développement de l'Asie et la Turquie. Ces travaux empiriques ont, cependant, fait l'objet de vives critiques. Les économistes qui cherchaient à prouver la sensibilité de l'épargne face aux modifications du taux d'intérêt créditeur ont réussi à le prouver aussi bien que ceux qui cherchaient à le nier. Par exemple **Dornbusch et Reynoso (1989,205)** déclarent : « L'évidence provenant des études portant sur les Etats-Unis et les autres pays industrialisés conduit à un scepticisme selon lequel aucune étude n'a démontré un effet net discernable [du taux d'intérêt créditeur sur les ratios d'épargne] ».

Akyüz (1994) fait observer, pour sa part, que les études empiriques ne font généralement pas la distinction entre changements permanents et temporaires du taux d'intérêt. Il fait remarquer qu'aucune relation simple entre taux d'intérêt et épargne privée ne ressort de l'observation du comportement d'épargne dans les pays en développement ayant récemment modifié leur politique de taux d'intérêt : Asie et Moyen-Orient (Indonésie, Malaisie, Philippines, République de Corée, Sri Lanka, et Turquie – Cho et Khatkhate, 1989 ; Amsden et Euh, 1990 ; Lim, 1991 ; Akyüz, 1990), Afrique (Ghana, Kenya, Malawi, Tanzanie et Zambie – Nissanke, 1990), ou Amérique Latine (Massad et Eyzguirre, 1990)

La controverse suscitée par l'effet des taux d'intérêt sur l'épargne s'explique :

- La propension à épargner dépend de la puissance relative de deux forces opposées : l'effet revenu et l'effet substitution (Diaw, 1993). Si, de plus, le revenu présent baisse par rapport au revenu anticipé, si par exemple la déréglementation des taux d'intérêt

coïncide avec une période d'inflation rapide et d'austérité, la hausse des taux d'intérêt peut accompagner une baisse de l'épargne.

- Une hausse des taux d'intérêt peut conduire à une consommation du patrimoine. Si les revenus non financiers chutent, les épargnants peuvent liquider leurs actifs réels et placer les disponibilités sur un compte dont les intérêts leur permettront de maintenir leur niveau. En Turquie par exemple, les taux d'intérêt élevés versés sur dépôts au début des années 80 ont permis à une multitude de ménages détenteurs d'un petit patrimoine de désépargner.
- Le comportement des ménages peut s'écarter de celui que postule la théorie classique. L'accroissement des taux d'intérêt peut diminuer leur épargne si leurs plans à long terme peuvent être atteints avec une plus faible épargne présente. En République de Corée et au Japon, par exemple, la faiblesse des taux d'intérêt jointe à de forts prix de l'immobilier ont accru l'épargne des ménages (Amsden et Euh, 1990)
- Un accès plus facile au crédit peut abaisser l'épargne des ménages en relâchant la contrainte de revenu. La libéralisation financière en déclenchant un fort accroissement des prêts à la consommation de biens durables, explique sans doute la corrélation inverse entre emprunts des ménages et taux d'épargne observée dans la plupart des pays de l'OCDE depuis les années 80 (Blundell-Wignall et Browne, 1991), de même que la baisse du taux d'épargne des ménages et l'accroissement du rapport dette/revenu pendant les années 80 aux Etats-Unis.
- En modifiant la répartition du revenu au détriment des débiteurs, la « population » dont les deux composantes typiques sont les entreprises et l'Etat, la libéralisation financière peut réduire l'épargne intérieure globale. Dans beaucoup de pays en développement, les bénéfices non distribués des sociétés représentent une partie importante de l'épargne privée. Comme le capital est concentré entre les mains de familles et que les pressions à verser des dividendes sont faibles, les entreprises épargnent plus que les ménages, de 60 à 80% des bénéfices après impôts (Honohan et Atiyas, 1989 ; Akyüz, 1991). La redistribution des revenus des sociétés vers les ménages qui suit l'élévation des taux d'intérêt réduira donc l'épargne privée totale même si elle augmente l'épargne des ménages. Cet effet est accentué dans les pays en développement où les entreprises ont des ratios d'endettement élevés, empruntant à court terme et à taux d'intérêt variables. Une hausse des taux d'intérêt accroît alors le

coût des emprunts nouveaux et le service de la dette existante. Les études déjà mentionnées montrent fréquemment (Philippines, Turquie, Yougoslavie par exemple), que la hausse des taux d'intérêt a contribué à l'effondrement des bénéfices et de l'épargne des sociétés. Ces effets pervers sont renforcés si la déréglementation intervient en période de forte inflation.

La hausse des taux d'intérêt n'augmente donc pas forcément l'épargne, mais risque de diminuer la stabilité macro-économique et l'investissement. La question cruciale est donc de définir une politique de taux d'intérêt compatible avec le maintien de la stabilité et la croissance.

Au final, le point d'accord est cependant que si un effet existe, il est relativement moindre.

1.2.1.2/ Effet des conditions financières sur les Ratios d'Investissement.

En cas de conditions de déséquilibre de taux d'intérêt et de rationnement de crédit, la quantité de crédit, plutôt que son prix, détermine l'investissement.

De nombreux auteurs ont établi que le ratio d'investissement est positivement corrélé à la disponibilité de crédit domestique ; le ratio d'investissement étant mesuré par le ratio du crédit domestique total ou du secteur privé par le PIB (Athukorala et Rajapatirana 1993 ; Blejer et Khan 1984 ; Dailami et Giugale 1991 ; Fry 1980a, 1986a, 1993^e ; Lambert et al. 1992 ; Leff et Sato 1980, 1988 ; Solimano 1989 ; Voriadis 1993).

Rama (1990) passe en revue les études empiriques du comportement de l'investissement et remarque 18 études qui ont, toutes, des coefficients estimés positifs pour la variable disponibilité du crédit.

Si le taux d'intérêt pratiqué sur les dépôts est maintenu en dessous de son niveau d'équilibre de libre marché, le taux réel pratiqué sur les prêts va décliner lorsque le taux créditeur s'élève. Plus le taux créditeur est faible, plus petit est le volume de l'épargne et donc plus élevé est le taux débiteur d'épure du marché. En de tels cas, le taux créditeur réel agit en levier-inverse pour le taux réel débiteur et aura ainsi un impact positif sur le ratio d'investissement (Blejer et Khan 1984, 386).

Voriadis (1993, 280-281) conclut, après une étude sur la Grèce durant la période 1963-1985, période caractérisée par la répression financière, que le taux d'intérêt réel affecte positivement l'investissement.

Dailami et Giugale (1991,18) trouvent des effets positifs du taux d'intérêt réel sur les ratios d'investissement privé en Colombie et en Inde (période 1965-1985).

Par contraste, le taux réel d'intérêt américain déterminé par le marché a un impact négativement significatif sur l'investissement domestique (Fry 1980a, 322).

Detriades et Deverieux (1992,19-21) sont parvenus à un effet positif des taux d'intérêt négatifs sur l'investissement dans une régression des séries temporelles estimée pour 63 pays en développement sur la période 1962-1990.

Haque, Lahiri et Montiel (1990,552) ont trouvé un coefficient significativement négatif du taux d'intérêt réel sur l'investissement domestique et, ce, dans une étude portant sur 33 pays en développement sur la période 1963-1987.

Alors que la disponibilité du crédit est très clairement important pour déterminer le volume de l'investissement, l'effet des taux d'intérêt réels n'est pas si clair.

1.2.1.3/ Libéralisation Financière et Efficacité dans l'Allocation de Ressources.

L'une des critiques des néo-libéraux à l'endroit des néo-structuralistes est que le crédit dans le secteur informel est accordé sur des bases autres que celles visant la rationalité économique. En effet, le crédit y est souvent accordé sur des bases rationnelles : bases amicales (amis, camarades...), bases familiales (membres de la même famille, tribu, ethnie), bases géographiques (même village, ville, région ...), voire sur des bases religieuses. De ce constat découle cette question : l'intermédiation financière assure-t-elle une allocation optimale ou même plus efficiente des ressources à sa disposition ?

Fry (1995,172) note que si les intermédiaires financiers allouent plus efficacement les fonds d'investissement que d'autres mécanismes d'allocation des ressources, alors la hausse des taux d'intérêt créditeurs dans le sens de leur niveau compétitif de libre-marché va améliorer la qualité de l'investissement. Les taux d'intérêt réels peuvent influencer l'efficacité moyenne de l'investissement comme le suggèrent **Galbis (1977)**, **McKinnon (1973)** et **Shaw (1973)**. D'autres analyses empiriques abordent dans le même sens : elles suggèrent que le secteur financier joue un rôle en ce qu'il affecte le taux moyen de rendement aussi bien de l'investissement que du stock de capital.

Branson et Schwartz(1989,27) ont trouvé des effets positifs de certains agrégats financiers (M_2 , M_3 et le crédit au secteur privé, chacun étant rapporté au PIB) et du taux d'intérêt réel sur la croissance économique. Des fonctions de taux de croissance de 33 à 41 pays en développement ont été utilisées sur la période 1974 -1988 à cet effet.

Si l'efficacité moyenne de l'investissement est rattachée de manière monotone à l'efficacité marginale du capital (incremental output/capital ratio : IOCR), alors une association positive entre l'IOCR et les taux d'intérêt créditeurs viendra en appui aux modèles d'efficience développés par McKinnon (1973) et Shaw (1973).

Dans les faits, une telle association a été mise en évidence dans un échantillon de 11 pays d'Asie et la Turquie (Asian Development Bank 1985,48 ; Fry 1979a ; 1981c, 79).

L'estimation en moindres carrés ordinaires de **Asian Development Bank (1985,48)** pour l'Inde, la Corée, la Malaisie, le Népal, le Pakistan, le Singapore, la Taiwan et la Thaïlande donne :

$$IOCR = 0.303 + 0.645 * (d - \pi^e)$$

où $(d - \pi^e)$ est le taux créditeur réel anticipé.

Fry (1979a, 132) estime pour la Turquie mais en utilisant l'inverse de l'efficacité marginale du capital (incremental capital/output ratio : ICOR) au lieu de l'IOCR, l'efficacité marginale du capital lui-même et obtient :

$$ICOR = 2.528 - 24.870 * (d - \pi^e)$$

où $(d - \pi^e)$ est le taux créditeur réel anticipé.

Dans les deux cas, une hausse du taux créditeur est associée à une croissance de l'IOCR. Dans une équation similaire à la première, Gelb (1989,20) estime un coefficient de 0.989 en utilisant des données moyennes par période de 1965 à 1973 et de 1974 à 1985 pour 34 pays en développement, tandis que Morisset (1993,146) produit un coefficient de 1.206 pour l'Argentine sur la période 1961 à 1982.

Le rôle d'efficacité exercé par le secteur financier dans l'allocation des ressources s'analyse en prenant en compte le fait suivant : lorsque les taux d'intérêt réels sont négatifs, il n'y a pas d'incitation à utiliser le capital de manière efficiente. En effet, une capacité excessive dans ces conditions est moins coûteuse, aussi les installations de production sont-elles surdimensionnées par rapport à une capacité immédiate requise pour la production. Avec le temps, les autres facteurs de production dont la main d'œuvre qui rendent effective l'utilisation des installations et des machines sont de moins en moins sollicités : la sous-utilisation du capital étant, dans ces conditions, moins coûteuse. Le stock de capital existant excède le stock de capital effectif. Une analyse statistique de cette relation dans 10 pays en développement de l'Asie indique que le stock effectif de capital est accru de manière

significative par la hausse du taux d'intérêt créditeur vers son niveau d'équilibre de libre-marché.

Une question reste posée cependant. Elle concerne la relation entre le taux de croissance de la productivité totale des facteurs d'un côté, et de l'autre, l'efficacité de l'investissement ou taux de rendement du capital. En cela, il est à noter que les plus forts taux de croissance de la productivité totale des facteurs ont été réalisés par la Corée du Sud et Taiwan. Qu'en est-il du taux de rendement de leurs stocks de capital ? Le tableau suivant de **Harberger (1978,55)** montre que les taux de rendement du capital en Corée et au Taiwan ont été plus élevés que ceux du reste du monde entre 1969 et 1971.

Tableau 9: Taux de Rendement du Capital, 1969-1971

Pays	Productivité nette du capital	Taux de rendement privé après taxe du capital privé
Canada	8.4	6.4
Allemagne, RFA	7.1	5.6
Suède	4.4	3.1
Royaume-Uni	5.0	4.4
Etats-Unis	8.5	7.6
Corée du Sud	16.3	15.2
Sri Lanka	9.7	6.8
Taiwan	24.2	15.7
Thailand	7.3	10.2

Source : **Arnold Harberger (1978)**

Les mesures de l'efficacité de l'investissement en rapport avec la libéralisation financière dans la sous-région sont rares. Il s'agit dans cette étude de s'intéresser à la question suivante : « Y'a-t-il eu un meilleur rendement du capital après les mesures de 1993 ? »

1.2.1.4/ Effet des conditions financières sur la Croissance Economique.

Il est généralement admis que les conditions financières pourraient affecter le taux de croissance aussi bien sur le court que sur le long terme.

Le modèle de croissance monétaire de Tobin prédit un impact négatif d'un taux élevé sur la détention de la monnaie dans le moyen terme, mais ne prévoit rien pour le court terme. L'école de McKinnon/Shaw espère de la libéralisation financière (des taux d'intérêt institutionnels s'élevant vers les niveaux compétitifs de libre marché) d'exercer un effet positif sur le taux de croissance aussi bien sur le court que sur le moyen terme. Les néo-structuralistes, quant à eux, prédisent la stagflation (une forte inflation accompagnée d'une faible croissance) comme résultat de la libéralisation financière dans le court terme.

Une façon simple de départager l'école McKinnon et Shaw des autres auteurs, notamment, ceux critiques vis à vis de la libéralisation financière serait, sur ce point précis, d'examiner les périodes de libéralisation et d'apprécier si elles sont ou non accompagnées par de forts ou faibles taux de croissance économique. Il est à noter, cependant, que dans la pratique, la majorité des cas de libéralisation financière sont accompagnés d'autres réformes économiques (réformes fiscale, de commerce international et de taux de change). En de tels cas, il devient difficile d'isoler les effets financiers de l'ensemble des effets dus aux différentes réformes. « Examiner le rapport entre les conditions financières et la croissance économique ne fournissent en soi aucune évidence de causalité »²¹.

L'effet des conditions financières sur le taux de croissance économique dans le moyen terme peut être indirectement mesuré à partir des effets de déséquilibre du taux créditeur sur le ratio d'épargne et par l'efficacité du capital.

De nombreuses études ont été consacrées à la relation conditions financières-croissance économique. Il a été mis en évidence une relation positive et significative entre le taux de croissance de l'économie et les taux créditeurs réels (Asian Development Bank, 1985 ; Easterly 1993 ; Fry 1978 ; 1991a ; Gelb 1989 ; Polak 1989 ; Rabouni et Sala-i-Martin 1992b).

Les résultats empiriques que rapporte Fry (1978, 470 ; 1979a, 132-134 ; 1980a, 324 ; 87-88) suggèrent qu'une hausse de 1% du taux créditeur, dans le sens de son niveau d'équilibre compétitif de libre marché, entraîne une croissance de 0.5% en Asie. Une estimation de la Banque Mondiale (1989,32) donne un coefficient de 0.20 alors que Gelb

²¹ Fry, op cit. pp.179

(1989,20), quant à lui, estime des coefficients variant entre 0.20 et 0.26 pour un échantillon de 34 pays.

Polak (1989, 67) trouve des coefficients allant de 0.18 à 0.27 en régressant les taux moyens annuels de croissance du PIB réel sur les taux d'intérêt réels médians de 40 pays en développement. Une étude portant sur 53 pays sur la période 1960-1985 conduisent Roubini et Xavier-i-Sala (1992b, 22) à conclure que les pays ayant un taux d'intérêt réel moins que -5% dans les années 1970, ont connu en moyenne 1.4% de croissance en moins que la croissance dans les pays ayant des taux d'intérêt réels positifs. Le fait que les pays en développement d'Asie soient plus sensibles aux variations de taux d'intérêt réel que d'autres groupes de pays, y a été aussi souligné.

Khan et Villanueva (1991, 30-31) estiment, pour leur part, les effets des taux d'intérêt réels sur la croissance pour 23 pays en développement, en utilisant des données moyennes sur la période 1975-1987, et ce, dans une équation de ratios d'investissement privé. Ils concluent : «... à part le fait qu'il permet d'opérer des modifications du taux d'investissement privé, le taux d'intérêt réel a un effet direct et significatif sur la croissance du capital par tête ; suggérant que les effets favorables directs des taux d'intérêt, sur l'utilisation efficiente du capital et donc sur la productivité totale des facteurs, sont plus importants qu'un quelconque possible effet négatif sur le taux d'investissement privé tel que le laisse supposer Greene et Villanueva (1990) ».

Khan et Reinhart (1990, 23) ont conclu à une forte relation positive entre croissance économique et le ratio de l'investissement privé rapporté à l'investissement total dans un échantillon de 24 pays en développement en utilisant les données moyennes sur la période 1970-1979. D'autant que la disponibilité de crédit est un déterminant important de l'investissement privé, ils suggèrent que l'effet des conditions financières sur la croissance puisse se faire par le même canal (Khan et Reinhart 1990, 19-21).

L'effet des conditions financières sur la croissance économique pourrait ainsi être estimé par les formes d'équation réduites. Lanyi et Saracoglu (1983b, Appendix III) se sont implicitement attaqués à la question de la causalité en scindant 21 pays en développement en 3 groupes selon le niveau de taux d'intérêt réel pratiqué dans ces pays. Ils ont attribué la valeur de 1 au premier groupe de pays caractérisés par des taux d'intérêt réels positifs ; 0 à ceux ayant des taux d'intérêt réels modérément négatifs, mais « pas punitivement négatifs » ; et -1 aux pays ayant des taux d'intérêt réels sévèrement négatifs.

La régression des taux moyens de croissance du Pib réel sur les différentes politiques de taux d'intérêt réel pour la période 1971-1980 a montré que les pays du premier groupe ont un taux

de croissance du PIB plus élevé, suivis de ceux du deuxième groupe et, enfin, ceux du troisième groupe crédit d'un taux de croissance plus faible. Leurs résultats sont consignés dans le tableau suivant :

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

Tableau 10 : Taux de Croissance et Politiques de Taux d'intérêt dans 22 pays en développement, 1971-1980.

Pays	Taux de croissance du PIB réel
<u>A. Taux d'intérêt réel positif</u>	
Taiwan	9.2
Singapore	9.1
Corée	8.6
Malaisie	8.0
Philippines	6.2
Sri Lanka	4.7
Népal	2.0
<u>B. Taux d'intérêt réels modérément négatifs</u>	
Thaïlande	6.9
Colombie	5.8
Kenya	5.7
Maroc	5.5
Pakistan	5.4
Grèce	4.7
Portugal	4.7
Birmanie	4.3
Afrique du sud	3.7
Zambie	0.8
<u>C. Taux d'intérêt réels largement négatifs</u>	
Turquie	5.1
Pérou	3.4
Zaïre	0.1
Ghana	-0.1
Jamaïque	-0.7

Source: Lanyi et Saracoglu (1983b, 27)

Lanyi et Saracoglu (1983b, 28-30) concluent que ce résultat « paraît supporter la vue selon laquelle, dans le long terme, des taux d'intérêt réels positifs contribuent à la croissance du produit. Une première possibilité est que l'effet principal de taux d'intérêt réels positifs est d'élever la qualité de l'investissement et ce faisant accroître le taux de croissance du produit et, conséquemment, celui de l'épargne financière. Une seconde possibilité est que la principale ligne de causalité est, comme suggéré plutôt, des taux d'intérêt aux épargnes financières et à la croissance du produit. En tout cas, il paraît avoir une relation entre la politique du taux d'intérêt et la croissance. Pour cause de la nature administrée des taux d'intérêt dans ces pays, une direction reverse de causalité soit de la croissance soit de la croissance de l'épargne financière vis à vis des taux d'intérêt n'a pas été considérée dans cette analyse ».

La **Banque Mondiale (1989)** a utilisé la même méthodologie que Lanyi et Saracoglu, et ce, pour un échantillon de 34 pays en développement. Sur la période 1974-1985, le premier groupe a exhibé des taux d'intérêt créditeurs réels positifs, le second regroupant ceux des pays dont le taux créditeur est modérément négatif (moins que zéro mais plus grand que -10%) et le troisième fait l'objet de forts taux créditeurs négatifs (moins que -10% en moyenne sur la période). Le fait que les taux d'intérêt sur les dépôts soient fixés administrativement dans les pays ayant des taux négatifs, l'on peut affirmer que ces taux sont exogènes au processus de croissance.

Les résultats de cette étude de la Banque Mondiale montrent clairement que la croissance économique dans les pays avec forts taux créditeurs réels négatifs est substantiellement plus faible que dans les pays ayant un taux d'intérêt réel positif. Quoique le ratio de l'investissement soit seulement de 17% plus élevé dans les pays à taux d'intérêt réels positifs, la productivité de l'investissement mesurée par l'accroissement de l'output/ratio du capital, était de quatre fois plus élevée.

De Gregorio et Guidotti (1993) affirment, pour leur part, que les taux d'intérêt réels ne sont pas de bons indicateurs de la répression ni de la distorsion financière. Ils suggèrent que la relation entre les taux d'intérêt réels et la croissance économique pourrait ressembler à une courbe en forme de U renversé :

« De très bas (ou négatifs) taux d'intérêt réels tendent à causer une désintermédiation financière et, donc, tendent à réduire la croissance, comme le soutiennent les hypothèses de McKinnon/Shaw. D'un autre côté, des taux d'intérêt réels très élevés qui ne reflètent pas l'amélioration de l'efficacité de l'investissement, mais plutôt un manque de

crédibilité de la politique économique ou des formes variées de risque du pays, vont vraisemblablement résulter aussi bien en de bas niveaux d'investissement qu'à la concentration de projets excessivement risqués »²².

Taylor (1983, 122) ne se laisse pas convaincre par l'évidence empirique outre mesure. Fry (1995) rapporte ses propos :

« L'évidence de quelques études économétriques semble montrer que le canal travail-capital est celui qui compte à court terme dans les économies en développement, tandis que dans le long terme les réponses keynésiennes sont traditionnellement plus importantes. Les défenseurs de la hausse du taux de dépôt ont tiré leur support de ces conclusions, vu que leurs obscures œuvres s'accommodent mieux sous ces circonstances. Il reste que la situation est complexe, trop complexe pour que toute prescription de politique allant dans le sens de la libéralisation financière (ou autre) soit digne d'une pensée sérieuse »²³.

On le voit, même face à des évaluations empiriques accréditant les thèses libérales, les Néo-structuralistes sont tout aussi sceptiques quant aux vertus de la libéralisation financière et ce malgré plus de deux décennies de preuves accumulées. A considérer de plus près cette remarque de Taylor pose aussi la question de la causalité.

1.2.1.5/ La Question du sens de la Causalité.

Cette question peut se résumer comme suit : « Est-ce le développement financier qui cause la croissance économique ou l'inverse ? »

Là-dessus, Barthélemy et Varoudakis (1994) utilisent un indicateur de développement financier, partant d'une année de base. Dans ce cas, ils se servent du ratio M2 rapporté au PIB en 1960 pour étudier la croissance économique dans un échantillon de 91 pays. Ils ont trouvé un effet positif significatif du ratio monétaire initial sur la croissance moyenne par tête du PIB réel sur la période 1965-1985. En utilisant la méthode de maximum de vraisemblance pour opérer des regroupements optimaux dans cet échantillon, les deux auteurs concluent que la variable développement financier est une variable-clé qui explique la croissance économique dans les pays à revenu intermédiaire. Ce n'est pas le cas dans les pays industrialisés et dans les pays à faible revenu.

Jung (1986) analyse la causalité développement financier-croissance économique en utilisant les tests de causalité de Granger. A cet effet, il sélectionne 56 pays avec un minimum

²² La critique est fondée sur une étude de Guillaume et Fabriorio Coricelli (1992)

²³ Notre traduction.

de 15 observations pour chaque pays. Pour les pays en développement à croissance élevée, Jung (1986, 342-343) trouve que le sens de la causalité va du développement financier à la croissance économique dans 7 sur les 8 pays concernés.

Dans une étude portant sur 10 pays en développement, Demetriades et Hussein (1993, 18-19) sont parvenus à établir que la causalité allait de la finance (mesurée par le ratio du crédit du secteur privé rapporté au PIB) à la croissance économique de long terme, et ce, dans 7 pays.

Spears (1991, 66) arrive à la conclusion selon laquelle l'intermédiation financière, mesurée par le ratio M_2 rapporté au PIB, cause la croissance du PIB réel par tête au Burkina-Faso, au Cameroun, en Côte d'Ivoire, au Kenya et au Malawi. Enfin, Wood (1993, 385-387) montre que le ratio M_2 rapporté au PIB cause la croissance du PIB réel au Barbade sur la période 1946-1990.

La relation, entre le taux de croissance et les taux d'intérêt institutionnels déséquilibrés, a été analysée par de nombreux autres économistes qui, à la différence des premiers, ont fait usage de méthodes non-économétriques. De ceux-là sont Ortiz et Solis (1979, 534) qui tirent la conclusion selon laquelle le ralentissement du taux de croissance économique au Mexique a été causé par la désintermédiation financière, qui à son tour a été précédemment occasionnée par la chute des taux d'intérêt réels appliqués aux dépôts.

Hanson (1979) soutient, pour sa part, que la répression financière en Colombie sur la période 1950-1967 a réduit le ratio d'épargne et l'efficacité marginale du capital.

Horiuchi (1984, 350-351) a mis fin au mythe qui veut que le taux de croissance économique au Japon durant la période 1953-1972 ait été supporté par des politiques de bas taux d'intérêt. Il montre qu'aussi bien les taux d'escompte nominaux que réels, de dépôt comme du marché monétaire étaient plus élevés qu'en Grande-Bretagne, en Allemagne et aux Etats-Unis. Après 1972, les taux d'intérêt nominaux et réels ont été baissés, entraînant dans leur sillage la baisse de la croissance économique.

Au-delà de cette polémique et comme nous le signalions dans la problématique, les recommandations de McKinnon 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.

1.2.2/ De la Théorie à la pratique : Etude de Cas.

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.

1.2.2.1/ La version intégrale de la libéralisation financière: le cas du Chili.

Le titre de l'article de **Diaz-Alejandro** "Good-Bye Financial Répression, 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 (**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 confiée 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" (1991, p.145). Quant à l'ouverture du marché des capitaux domestiques aux capitaux étrangers, elle se traduit, selon McKinnon (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 traduit 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.

1.2.2.2/ 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 traduit 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" (1993, p.122). 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 McKinnon 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 de marché. Elle permettrait, tout au plus, de réduire les distorsions supplémentaires générées par l'intervention de l'Etat.

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.

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.

Qu'en est-il des conséquences des mesures de libéralisations financières décidées ici et là en Afrique ?

1.2.2.3/ Bilan des Programmes de libéralisation financière en Afrique

Eboué (1990, 2000) note que la libéralisation financière en Afrique a eu des résultats en retrait par rapport aux autres continents. Cela s'explique par le fait que la libéralisation commence dans les années 1980 avec le système financier ; mais que ce dernier est en banqueroute et l'Etat, dont le déficit est déjà important, doit prendre en charge des déficits bancaires. Les nouvelles conditions financières commencent donc dans un contexte dépressif de l'activité. Le même auteur indique, par ailleurs, que les indicateurs monétaires ou de crédit (M_2/PIB ou Crédit bancaire Secteur privé/ PIB) sont au mieux stables sinon en baisse au début des années 1990. Il y a là une différence majeure avec l'Asie où le crédit au secteur privé explose.

Mai Salé (2000)²⁴ trouve, avec son modèle à correction d'erreur ECM et sur la période 1971-1991, que le taux d'intérêt est négativement corrélé au taux d'investissement et, ceci, aussi bien en Côte d'Ivoire, au Niger qu'au Sénégal, alors que le contraire s'observe au Nigeria. La demande d'encaisses réelles, quant à elle, est négativement corrélée au taux d'intérêt en Côte d'Ivoire, alors que le contraire s'observe au Niger, au Nigeria, et au Sénégal.

Andely (1988) conclut que l'impact du taux d'intérêt réel sur l'épargne (l'investissement) est incertain. Il trouve un résultat analogue pour la fonction de demande

²⁴ Auteur qui cite R.R. Andely (1988) B.T. Yayi (1991), J.O. Ajewole (1989), T.W. Oshikoya (1992)

d'encaisses réelles, où le coefficient du taux d'intérêt réel, s'il est significatif, est du signe contraire à celui attendu.

Yayi (1991), au terme d'une étude portant sur l'estimation économétrique de la fonction d'encaisses réelles de McKinnon dans le cadre de l'Umoa (ex-Uemoa), arrive à la conclusion que le taux d'intérêt réel influence négativement la demande d'encaisses réelles dans le cas de la Côte d'Ivoire et du Niger, tandis que l'hypothèse de complémentarité est vérifiée dans l'ensemble des pays à l'exception de la Côte d'Ivoire.

Ajewole (1989) étudie l'hypothèse de McKinnon pour le Nigeria à travers une fonction de demande d'encaisses réelles dans la quelle il retient deux mesures alternatives du stock de monnaie : M_1 et M_2 . Les résultats économétriques confirment la relation de complémentarité, mais le taux d'intérêt réel ne semble pas avoir une influence positive et significative sur la demande réelle de monnaie.

Enfin notons dans le cadre du Kenya que l'étude de **Oshikoya (1992)** corrobore l'application de la théorie de la libéralisation financière à ce pays. En effet, la sensibilité du taux d'investissement et des encaisses réelles au taux d'intérêt, et la relation de complémentarité y sont vérifiées.

Dans une récente étude de **Houssa (2001)** portant sur le Bénin, l'auteur conclut que le taux d'intérêt est la variable qui accroît le plus l'épargne au Bénin : à une hausse de 1% du taux d'intérêt réel correspond un accroissement de 1.2%. Il parvient aussi à la conclusion que le taux débiteur réel est un facteur déterminant de la demande de crédit au Bénin ; lorsque celui-ci augmente de 10%, le taux d'investissement privé baisse d'environ 3% ; la libéralisation financière ayant ainsi un impact négatif sur les crédits bancaires au Bénin. Il reconnaît, toutefois, que la baisse du crédit bancaire peut ne rien avoir avec la libéralisation financière et pourrait ainsi se justifier par la prudence du secteur bancaire, compte tenu de la banqueroute qu'il a traversée vers la fin des années 80. Il conclut, cependant, à un effet positif de la libéralisation financière sur la croissance économique au Bénin.

Enfin, **Ary Tanimoune (2001)**, met en évidence, sur données de panel, un impact indirect négatif sur le financement des banques et un impact mitigé sur les deux aspects de l'intermédiation.

Au total, la diversité de ces résultats qui sont parfois contradictoires²⁵ attestent de l'ambiguïté de l'effet de la libéralisation financière sur l'activité réelle.

En ce qui nous concerne, notre préoccupation est la suivante : les mesures de libéralisation financière décidées par le Bceao (institut d'émission monétaire commun des pays de l'Uemoa) ; mesures financières intervenues dans un contexte de politique volontariste de stabilisation macroéconomique à travers les critères de convergence²⁶ et de dévaluation du franc CFA intervenue en janvier 1994 ; ont-elles été plus efficaces en termes de mobilisation de l'épargne, d'approfondissement financier, d'effet induit sur le volume de l'investissement, la productivité du capital et la croissance économique au sein de la zone ?

Pour le cas spécifique du Sénégal, il ressort après ce survol de la revue de littérature qu'aucune étude, du moins à notre connaissance, n'a été récemment consacrée à ce pays. La plupart des études²⁷ récentes ont porté sur l'Union dans son ensemble. Il faut admettre cependant que quoique ayant une politique monétaire commune, ces pays présentent des disparités aux niveaux géographique, socio-politique et économique. Il advient qu'ils ne réagissent pas tous de la même manière face à des chocs exogènes²⁸, par exemple. L'étude de ce cas permettra de mieux apprécier les performances des autres pays de l'Union.

Une méthodologie adéquate permettra de faire le bilan de la libéralisation financière tel que circonscrit dans cette étude.

²⁵ Cette caractéristique de la vérification empirique des hypothèses néo-libérales n'est pas propre aux pays africains ; J. Thornton parvient à une synthèse similaire pour les pays latino-américains et asiatiques dans *The Financial Repression Paradigm : A survey of Empirical Reseach, Savings and development*, n°1, 1991, pp 5-17.

Il faut aussi tenir compte des remarques de Arestis & Demetriades (1997) qui montrent que les résultats de l'impact de la libéralisation financière dépendent largement de la technique d'estimation en l'occurrence dans le cas des données de panel versus données individuelles. Les deux caractéristiques de notre échantillon permettent de réduire ce biais.

²⁶ Voir K. Makpayo, Mémoire de Maîtrise en Sciences Economiques (2000), Université du Mali.

²⁷ Diaw (2000) ; Ary Tanimoune (2001)...

²⁸ F. DEDEHOUANOU, " Le franc CFA à l'heure de l'Euro:Choix d'un régime de change pour les PAZF", Mémoire DEA/PTCI/FASEG/UCAD (2002)

Section 2 : Méthodologie

L'applicabilité de la stratégie de financement néo-libérale est appréhendée dans la littérature économique par une vérification empirique de la prescription de base : la hausse de la rémunération réelle et ses effets induits sur l'activité économique dans les pays en voie de développement. L'étude portera sur le Sénégal au cours de la période 1970-2000.

2.1/ Le Cadre Analytique.

Il s'agira ici d'appréhender les effets induits des réformes financières de 1989, réformes par ailleurs complétées par celles d'octobre 1993. En particulier, l'effet de la hausse des taux créditeurs réels :

- Sur l'évolution de l'épargne financière ;
- Sur le niveau de l'investissement ;
- Sur l'efficacité de l'investissement ;
- Et, enfin, sur le taux de croissance économique .

Un accent sera mis sur les deux sous-périodes d'avant et d'après la libéralisation financière. Pour ce faire, nous procéderons dans un premier temps, à une analyse statistique et, dans un second à une analyse économétrique des relations-clefs postulées par la théorie néo-libérale sur la période 1970-2000. Pour cette dernière analyse, un test de changement de structure (introduction d'une variable muette) nous permettra de nous rendre compte de l'effectivité des modifications intervenues dans la sphère financière du Sénégal depuis 1989.

2.1.1/ Une Analyse Statistique et Graphique.

Une analyse statistique, descriptive et graphique nous permettra de nous rendre compte :

- De calculer les moyennes arithmétiques de quelques indicateurs financiers dont :

M2/ PIB : mesure le taux de monétisation de l'économie, il mesure la part de l'activité économique financée par la liquidité au sens large.

Dépôts/PIB : C'est le taux de dépôts bancaires. Il mesure la contribution des ressources

bancaires au financement de la production

Crédit/Dépôts : C'est le taux d'intermédiation financière. Il rend compte de la proportion dans laquelle les banques utilisent les ressources à leur disposition pour la distribution des crédits.

Crédit privé/Crédit total : C'est le taux de crédit au secteur privé. Il mesure la proportion de crédit accordé au secteur privé par rapport à l'ensemble de crédit distribué.

Epargne/PIB : Est le taux d'épargne intérieure. Il rend compte de la proportion des ressources domestiques à des fins de financement.

Investissement/PIB : C'est le taux d'investissement ; il traduit la contribution des investissements domestiques à la production intérieure.

IOCR : Mesure l'efficacité marginale du capital.

Ces différents indicateurs permettront de mesurer l'approfondissement financier, le niveau de mobilisation de l'épargne ainsi que l'évolution de l'investissement dans les deux sous-périodes d'avant et d'après la libéralisation financière.

Par ailleurs, l'analyse de l'évolution du nombre d'institutions financières en rapport avec le taux de marges bancaires (spreads bancaires) pourra nous renseigner, tant soit peu, sur le degré de profitabilité de l'activité d'intermédiation financière. Le nombre d'habitants par guichet est aussi un indicateur d'approfondissement financier.

- Afin de mesurer l'influence des taux d'intérêt sur l'efficacité des investissements au Sénégal, nous allons considérer le coefficient marginal du capital : ICOR²⁹. L'inverse de ce coefficient mesure l'efficacité moyenne des investissements : σ (Diaw 1993, p. 215). Il se mesure statistiquement par :

$$\Omega = \frac{1}{ICOR} = \frac{TCPIB}{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{PIB_t}}$$

²⁹ Incremental Capital Output Ratio

où :

Ω mesure l'efficacité moyenne des investissements ;

ICOR est le coefficient marginal du capital ;

TCPIB est le taux de croissance annuel moyen du PIB à prix constants ;

I_t est l'investissement de l'année t ;

PIB_t le produit intérieur brut de l'année t .

Etant données la nature longue durée des investissements, et afin que l'efficacité moyenne des investissements se rapproche le plus possible de la réalité, les calculs se feront sur une période de dix (10) ans avant et après la libéralisation financière.

- Une analyse graphique de l'évolution de ces différentes variables en rapport ou non avec le taux d'intérêt réel permettra de visualiser si les deux variables sont positivement corrélées comme le prévoient les néo-libéraux. (Voir Annexe 2)

2.1.2/ Une Analyse Econométrique : Spécification des modèles.

L'estimation économétrique nous permettra de vérifier les relations-clés supposées exister à long terme entre conditions financières et développement économique.

Il s'agira dans un premier temps, à travers les équations de demande d'encaisses réelles, de vérifier l'hypothèse de complémentarité monnaie-capital au Sénégal. La vérification de cette hypothèse justifie à elle seule selon McKinnon (1973) la mise en œuvre de la politique de libéralisation financière.

Il s'ensuivra une estimation de la fonction d'épargne, suivie de deux fonctions de croissance.

Notre approche vise à identifier le mécanisme de transmission de l'intermédiation financière sur chacune de ces variables et non de chercher la liaison traditionnelle entre ces variables à travers les équations simultanées. L'introduction d'une variable muette DUM,³⁰ qui prend les valeurs 0 pour les années antérieures à la libéralisation et 1 après, permettra de rendre compte des changements de structure intervenus pour chacune des variables.

³⁰ Cette variable jouera le même rôle et sera interprétée de la même manière dans toutes les équations où elle va figurer.

Notre propos, ici, est d'utiliser les développements récents de la modélisation économétrique dynamique, fondée sur la notion de cointégration³¹ pour tester l'applicabilité des recommandations néo-libérales dans le contexte sénégalais. L'avantage de cette notion de cointégration est qu'elle opère dans le cadre des séries non stationnaires en niveau, séries qui se rencontrent souvent assez fréquemment en économie.

La cointégration est la propriété des séries temporelles à avoir des mouvements interdépendants, telles qu'elles vérifient une relation de long terme avec des mécanismes d'ajustement des déviations à court terme par rapport à la situation d'équilibre de long terme.

En effet, la théorie économique est en général insuffisante pour modéliser complètement ces ajustements, et on fait appel à des spécifications économétriques connues sous le nom de mécanisme d'ajustement partiels et à correction d'erreur. Nous nous intéressons ici à la méthode popularisée par Hendry sous le terme général de modèles à correction d'erreur ou ECM (Error Correction Models).

La méthode de spécification des ECM la plus couramment utilisée est celle dite du « général au spécifique » de Hendry. Nous partons de la forme générale des relations théoriques supposées exister à long terme :

1/ Pour la demande d'encaisses réelles

$$\text{Log}\left(\frac{M}{P}\right) = a_0 + a_1 \text{Log}\left(\frac{Y}{P}\right) + a_2 \text{Log}(d - i^*) + a_3 \text{Log}\left(\frac{I}{Y}\right) + u \quad (1)$$

2/ Pour la fonction d'investissement

$$\text{Log}\left(\frac{I}{Y}\right) = \beta_0 + \beta_1 \text{Log}\left(\frac{Y}{P}\right) + \beta_2 \text{Log}(d - i^*) + \beta_3 \text{Log}\left(\frac{M}{P}\right) + w \quad (2)$$

³¹ -A. Banerjee, J.J. Dolado, J.W. Galbraith and D.F. Hendry : *Cointegration, Error-correction and the Econometric Analysis of Non Stationary Data*. Oxford University Press, 1993.

-F. Maurel, Modèles à correction d'erreur : l'apport de la théorie de la cointégration, *Economie et Prévision*, n°88-89, 1989, pp.105-125.

où I/Y = taux d'investissement intérieur

$(d-i^*)$ = taux d'intérêt réel

Y = produit intérieur brut

M = stock nominal de monnaie

P = indice des prix à la consommation.

Selon la théorie de la libéralisation financière, tous les coefficients de ces deux équations doivent être positifs. Le passage de ces relations statiques à une spécification dynamique s'obtient par une forme auto-régressive à retards distribués.

$$\text{Log}\left(\frac{M}{P}\right)_t = a_0 + \sum_{j=0}^n a_j Z_{t-j} + \sum_{i=1}^p \theta_i \text{Log}\left(\frac{M}{P}\right)_{t-i} \quad (3)$$

$$\text{Log}\left(\frac{I}{Y}\right) = \beta_0 + \sum_{j=0}^n \beta_j X_{t-j} + \sum_{i=1}^p \lambda_i \text{Log}\left(\frac{I}{Y}\right)_{t-i} \quad (4)$$

Avec $Z_t = \{\text{Log}(Y/P)_t, \text{Log}(I/Y)_t, \text{Log}(d-i^*)\}$

$X_t = \{\text{Log}(Y/P)_t, \text{Log}(M/P)_t, \text{Log}(d-i^*)\}$

Les élasticités de long terme sont données par :

a) $\sum a_j / (1 - \sum \theta_i)$ pour l'équation (3)

b) $\sum \beta_j / (1 - \sum \lambda_i)$ pour l'équation (4)

L'homogénéité unitaire suppose

$\sum a_j = 1; \sum \beta_j = 1$, mais cette restriction est non nécessaire dans une spécification ECM, elle ne sera pas retenue dans la suite.

En paramétrant à nouveau, en termes de différences premières, il vient :

$$\Delta \text{Log}\left(\frac{M}{P}\right)_t = a_0 + \sum_{i=0}^p a_i \Delta Z_{t-i} \quad (5)$$

$$\Delta \text{Log} \left(\frac{I}{Y} \right)_t = \beta_0 + \sum \beta_j \Delta X_{t-j} \quad (6)$$

Après vérification de l'hypothèse de cointégration des variables, les formulations finales qui seront retenues pour l'estimation, selon la méthode des modèles à correction d'erreur, doivent intégrer le résidu de la régression statique de long terme (équations (1) à (4) ci-dessus) :

$$\Delta \text{Log} \left(\frac{M}{P} \right)_t = \alpha_0 + \sum_{i=0}^p \alpha_i \Delta Z_{t-i} + ECM_{t-1} \quad (7)$$

$$\Delta \text{Log} \left(\frac{I}{Y} \right)_t = \beta_0 + \sum \beta_j \Delta X_{t-j} + ECM_{t-1} \quad (8)$$

Avec ECM= résidu de la régression statique de cointégration, représentant la déviation par rapport à la cible de long terme.

$$\Delta Z_t = [\Delta \text{Log} \left(\frac{Y}{P} \right)_t, \Delta \text{Log} \left(\frac{\dot{Y}}{Y} \right)_t, \Delta \text{Log}(d - i^*), \Delta \text{Log} \left(\frac{M}{P} \right)_{t-1}]$$

$$\Delta X_t = [\Delta \text{Log} \left(\frac{Y}{P} \right)_t, \Delta \text{Log} \left(\frac{M}{P} \right)_t, \Delta \text{Log}(d - i^*), \Delta \text{Log} \left(\frac{I}{Y} \right)_{t-1}]$$

Nous estimerons les équations (7) et (8) ci-dessus, tout en éliminant les coefficients proches de zéro, conformément à la méthode de Hendry.

2.2/ Cadre Empirique.

Après vérification du degré d'intégration et de cointégration des variables, nous nous proposons le cas échéant d'estimer les équations de demande d'encaisses réelles, d'épargne, et de croissance respectivement comme suit :

2.2.1/ La Demande d'Encaisses Réelles.

Nous retenons la spécification suivante³² :

³² LX désigne le logarithme népérien de la variable X

$$LM2 = C + C1*LY + C2*LIR + C3*LRID + E \quad [1]$$

Où **M2** est la masse monétaire réelle au sens large (M2/P)

Y le PIB réel

IR le taux créditeur réel

RID est le taux d'investissement domestique (Investissement domestique/PIB)

Selon la théorie néo-classique, tous ces coefficients doivent être positifs.

Les variables M/P ; Y/P seront obtenues en déflatant respectivement le stock de monnaie et le PIB par l'indice des prix à la consommation.

Le calcul du taux d'inflation anticipé suivant un processus adaptatif occasionnant une perte d'observations, nous allons utiliser le taux effectif d'inflation pour obtenir le taux d'intérêt réel. Il est possible que le taux calculé soit négatif sur plusieurs périodes (récession financière), nous allons dans ce cas ajouter un nombre positif correspondant au taux négatif le plus élevé en valeur absolue plus un à toute la série afin de rendre possible la génération du logarithme.

Le taux d'intérêt sera calculé avec la formule suivante :

$$(d-i^*) = 100[(1+i)/(1+\pi) - 1] \text{ et}$$

$$\pi = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

Avec **i** = taux nominal créditeur

π = taux d'inflation observée

P = indice des prix à la consommation, 1995 base 100.

2.2.2/ La Fonction d'Épargne.

Elle s'exprime sous forme d'une proportion du PIB. La spécification retenue ici est une adaptation du modèle intertemporel développé par Andrew Mason (1981) et utilisé par nombre d'auteurs (Fry 1979 ; 1988 ; 1995 ; Ogungbenro et al 1996 ; Jaime de Melo 1989). Le modèle intertemporel soutient l'idée selon laquelle les jeunes épargnent leur revenu afin d'assurer leur consommation pendant la vieillesse (Fry 1995). De ce fait tout facteur qui accroît la consommation réduit l'épargne.

$$RSY = C0 + C2*PD + C3*RBOC + C5*IR + C5*DUM + E \quad [2]$$

RSY est le ratio d'épargne rapporté au PIB

PD la population dépendante est mesurée par la population âgée de moins de 18 ans, augmentée de celle âgée de plus de 64 ans et plus divisée par la population âgée de 18 à 64 ans.

RBOC est le ratio de l'épargne étrangère par le PIB, il est proxymé par le déficit courant rapporté au PIB (Fry 1995). L'épargne étrangère est considérée comme un transfert pour les pays bénéficiaires, elle constitue ainsi un accroissement de la richesse nationale non capté par le PIB. Fry cite de nombreux auteurs qui montrent que cette variable accroît la consommation et donc régit négativement l'épargne.

IR représente le taux créditeur réel, il détermine la décision d'épargner, plus il est élevé plus l'on est incité à l'épargne. Il devra ainsi être positivement lié au ratio d'épargne.

DUM est une variable instrumentale qui nous permet de juger du changement de structure intervenu après 1989. Si son coefficient est négatif ou positif et significatif, nous dirons que la libéralisation financière a eu soit un impact négatif soit positif sur le ratio d'épargne.

2.2.3/ La Croissance Economique.

Pour déterminer l'influence des taux d'intérêt créditeurs sur la croissance économique au Sénégal, nous nous proposons d'estimer deux spécifications de la fonction de croissance économique, qui reprennent les variables explicatives les plus couramment utilisées dans la littérature économique (Azam et Guillaumont, 1984)

Pour la première, nous estimons la fonction de croissance endogène présenté par David Romer (1996). Il s'agit du modèle de Solow (1956) élargi au capital humain. La production, Y est expliquée par des facteurs qui sont : le Capital physique (K), le capital humain (H), la force de travail (L) et le progrès technique (A). Soit

$$Y = K^\alpha H^\beta (LA)^{1-\alpha-\beta}$$

$$\text{AVEC } \alpha > 0, \beta > 0 \text{ ET } (\alpha + \beta) < 1$$

Pour cause des difficultés de mesure du progrès technique au Sénégal, nous la supposons exogène et constante.

Le logarithme naturel conduit à :

$$LY = \alpha * LK + \beta * LH + (1 - \alpha - \beta) * LL + LA$$

Les spécifications suivantes seront estimées

$$LY = C0 + C1 * LFBCF + C2 * LDO + C3 * LRCPCT + C4 * LCH + C5 * LPA + C6 * DUM + E \quad [3.1]$$

LY représente la croissance économique.

FBCF est la formation brute du capital fixe. Cette variable mesure l'augmentation ou le renouvellement des moyens de production. Il rend compte de l'extension et de l'accumulation de capital. Ainsi son augmentation augmente la production. Elle est utilisée pour proxymer le capital physique K.

DO est le degré d'ouverture de l'économie et se mesure par $(X + M) / \text{PIB}$. Il est favorable à la croissance.

RCPCT est la part de crédit au secteur privé. Sous l'hypothèse que le secteur privé est rationnel dans sa décision d'emprunter ; nous espérons que cette variable financière soit positivement corrélée à l'évolution du revenu.

CH est le capital humain, est proxymé par le taux de scolarisation au secondaire qui se mesure habituellement (King et Levine, 1993b ; Berthélemy et Varoudakis, 1998) par le nombre d'inscrits au secondaire divisé par la population âgée de 12 à 20 ans. Pour cause de manque de données sur une série longue, nous avons dans cette étude choisi le taux de scolarisation au primaire. Cette variable permet de mieux assimiler les nouvelles technologies et améliore ainsi l'efficacité technique.

PA est population active devrait être positivement corrélée à la croissance du revenu.

Le deuxième modèle se compose de variables de politique économique et de variables fondamentales comme suit :

$$G = C_0 + C_1 * Y + C_2 * TCPOP + C_3 * IR + C_4 * TCVAAG + C_5 * TX + C_6 * DUM1 + E \quad [3.2]$$

G est le taux de croissance du PIB en termes réels.

Y, le produit par tête est l'indicateur conventionnel de niveau de développement. Pour un pays en voie de développement caractérisé par des niveaux d'épargne et d'investissement peu élevés, cette variable serait positivement corrélée au taux de croissance.

TCPOP, taux de croissance annuel de la population totale. Il est supposé refléter l'augmentation des facteurs de production : il est donc source d'accroissement des potentialités de croissance.

IR, le taux créditeur réel. Par son impact sur les taux d'épargne et d'investissement et sur l'efficacité moyenne de cette dernière variable, on s'attend à une relation positive entre le taux d'intérêt réel et celui de croissance.

TCVAAG, la contribution du secteur agricole au PIB est importante au Sénégal. En conséquence, il semble vraisemblable de poser qu'un taux de croissance de la production agricole plus élevé a une influence bénéfique sur le taux de croissance global.

TX, le taux de croissance des exportations de biens et services pondéré par leur part dans le PIB. FEDER (1982) a établi qu'une augmentation rapide des exportations peut affecter le taux de croissance économique par le biais des productivités marginales plus élevées et d'externalités. Cette variable a été introduite pour prendre en compte ces deux effets.

2.3 / Sources des données.

Les données nécessaires aux différentes estimations ont été collectées auprès de la BCEAO, dans les Statistiques Financières Internationales du FMI, dans le World Development Indicators de la Banque mondiale (2002, 2003) mais aussi auprès de la Direction de la

Prévision et de la Statistique du Sénégal, des Commissions Economique et Bancaire de l'Uemoa.

Ce chapitre nous a permis de nous rendre compte de la richesse, de la profondeur mais aussi de la complexité de la question de la libéralisation financière en rapport avec le développement économique. Les différentes études empiriques, si elles concernent l'Afrique au Sud du Sahara, ont porté essentiellement sur l'Umoa (ex-Uemoa) comme si les pays membres étaient « homogènes » du fait de la politique monétaire commune. Ce qui n'est pas toujours le cas ; pour preuve la croissance que connaît le Sénégal est loin d'être le cas dans les autres Etats membres de l'Uemoa (Dédéhouanou, 2002)

Le chapitre 3 nous permettra de nous rendre compte de la réalité sénégalaise en termes de la libéralisation financière en rapport avec le développement économique.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

CHAPITRE TROISIEME

ANALYSE EMPIRIQUE ET RECOMMANDATIONS

A l'aide de l'analyse de l'évolution des conditions financières, des ratios et d'une estimation économétrique de relations-clé, nous allons rendre compte de la croissance économique du Sénégal en rapport avec le secteur financier.

Section 1 : De la Libéralisation Financière à la Croissance Economique.

La libéralisation financière ne se limite pas à des taux positifs appliqués sur les dépôts : il doit conduire à un approfondissement financier qui résulte en un effet induit sur l'activité économique réelle.

Pour rendre compte de l'impact des mesures de 1989 sur la sphère financière de l'économie sénégalaise, nous nous proposons de calculer un certain nombre de ratios financiers. La comparaison de leurs évolutions avant et après la libéralisation nous permettront de juger de l'efficacité ou non de ces mesures.

1.1/ Evolution des Principaux Indicateurs Financiers

Tableau 11 : Evolution de Quelques Indicateurs Caractéristiques de 1970 à 2000.

Année Ratios ou Taux	Années Avant la Libéralisation		Année de la Libéralisation	Années après la Libéralisation
	1970-1979	1980-1988	1989	1990-2000
Taux créditeur réel (%)	-3,83	-0,69	5,96	5,19 ^a
M ₂ /PIB (%)	21,98	27,38	25,00	23,26
Epargne/PIB (%)	7,85	-0,55	6,41	10,09
Investissement/PIB (%)	14,61	12,16	11,85	16,80
Crédit/Dépôts (%)	36,98	54,29	22,12	18,98
Créd.priv/Crédit Tot.(%)	95,34	76,49	76,96	74,92
Dépôt/PIB (%)	2,42	1,50	1,76	1,13
IOCR	20,70	24,14	-11,83	20,77
Taux de croissance (%)	3,02	2,94	-1,40	3,49

Source : Calculs de l'auteur à partir de WDI, 2003

a : Moyenne sur 6 ans, 1990-1992 et 1998-2000.

- Le taux créditeur réel est passé du négatif au positif de la décennie 1980 à la décennie 1990 : la libéralisation financière de 1989 a été effective au Sénégal.
- Malheureusement, cette évolution positive du taux créditeur réel moyen n'a pas, à première vue, été en faveur de l'indicateur de l'approfondissement financier **M2 / PIB**. Son évolution contrastée le fait passer croître de près de 25% de la décennie 1970 à la décennie 1980, et de là chuter de 15% au cours de la décennie 1990. Ceci pourrait conduire à rejeter l'hypothèse selon laquelle la libéralisation financière a entraîné un approfondissement financier au Sénégal.

Cependant, les moyennes ont toujours caché les disparités, aussi le Graphique 04 en Annexe 2, montre-t-il que cet indicateur connaît une croissance soutenue à partir de la décennie 1990 (ce qui n'est pas le cas de la période d'avant où l'évolution est plus fluctuante); cette caractéristique est favorable à la croissance. L'hypothèse d'approfondissement financier au Sénégal, dans la période de libéralisation financière peut ainsi être retenue.

- Le ratio de l'épargne rapporté au PIB, **Epargne / PIB**, connaît une évolution positive. En effet, il passe en moyenne de - 0,55 % sur la période 1980-1988 à 10,09 % sur celle de 1990-2000, soit un accroissement de 10,64 points de pourcentage. On ne peut, cependant, pas attribuer cette évolution uniquement à l'élévation des taux créditeurs : il peut être la conséquence d'une augmentation de revenu (Fry, 1988).
- Le ratio d'investissement, **Investissement / PIB**, s'est quant à lui, établi à 16,80 % en moyenne au cours de la décennie 1990 contre 12,16 % lors de la décennie précédente, soit un accroissement de plus de 38 %. Depuis 1989, un changement de structure est intervenu dans la fonction d'investissement. Ceci est d'ailleurs confirmé par le graphique qui retrace une évolution positive entre taux d'investissement et taux créditeur réel, évolution contraire à la période avant libéralisation financière (Mai Salé 1994 et notre graphique 03 en Annexe 2)
- Le taux d'intermédiation financière, **Crédit/Dépôts**, a connu une chute vertigineuse de la période d'avant libéralisation financière par rapport à celle d'après. Il est, en effet, passé de 54,29 % à 18,98 %, soit une baisse de plus de 65 %. Cette situation peut

s'expliquer, entre autres, par une gestion prudentielle des ressources par les banques sénégalaises, après les crises et faillites bancaires des années 1980.

- Le ratio crédit privé rapporté au crédit total, **Crédit privé/Crédit Total**, a régulièrement baissé en moyenne de 1970 à 2000. C'est pourtant une évolution contraire que nous espérons : l'Etat ne pouvant plus financer son déficit à moindre coût auprès du système bancaire, la part du secteur privé augmenterait dans les crédits distribués. Les spreads élevés peuvent aussi justifier l'évolution des indicateurs financiers tels la part de crédit au secteur privé ; l'investisseur rationnel devant comparer le coût du crédit au rendement interne de son projet avant de consentir à un emprunt³³ : des taux débiteurs élevés est pour lui un handicap.
- Le ratio dépôts rapportés au PIB, **Dépôt/PIB**, s'est légèrement détérioré, passant en moyenne de 1,50 de 1980 à 1988 à 1,13 de 1990 à 2000. Ce résultat s'explique par des retraits massifs effectués en 1990, puis à la veille de la dévaluation du franc CFA en janvier 1994 (cf. Annexe 2 Graphique 05). Ce qui signifie que la mesure de réajustement de la parité du franc CFA par rapport au franc Français ne s'est pas accompagné de l'effet surprise qui contribue à son efficacité.
- L'efficacité marginale du capital, **IOCR**, chute de 24,14 à 20,77 respectivement de la décennie 1980 à la décennie 1990. On serait tenter de rejeter l'hypothèse selon laquelle la libéralisation financière entraîne une meilleure affectation du capital investi. Cependant, le graphique 02 en Annexe 2 montre qu'à partir des années 90, l'efficacité marginale s'accroît régulièrement.

Faut-il voir dans l'évolution, somme toute contrastée, de ces indicateurs financiers la raison du tassement de la croissance au Sénégal ? L'estimation des modèles suivants va nous permettre de nous rendre compte des déterminants de la croissance au Sénégal.

³³ Le banquier fait de même avant de consentir à un prêt.

1.2 / Les Estimations Econométriques

Les estimations ont été faites sur Eviews et les résultats détaillés sont reportés en Annexe 1.

1.2.1/ Le Test ADF sur les Variables.

Les valeurs critiques de ce test s'établissent à : 1% CV -3,6752
5% CV -2,9665
10% CV -2,6220

Tableau 12 : Test ADF sur Variables

Variables	ADF	Ordre d'intégration	Observation
G	-5,26	I (0)	
IR	-4,52	I (1)	
PD	-3,47	I (2)	A 5%
RBOC	-3,99	I(1)	
RSY	-3,30	I(1)	A 5%
TX	-6,32	I(1)	
Y	-5,16	I(1)	
LRID	-3,60	I(1)	A 5%
DUM	-3,57	I(1)	A 5%
TCPOP	-5,29	I(0)	
TCVAAG	-6,44	I(1)	
LFBCF	-4,55	I(1)	
LDO	-4,79	I(1)	
LRCPCT	-5,19	I(1)	
LM2	-3,63	I(1)	A 5%
LCH	-5,09	I(1)	
LPA	-4,28	I(2)	
LY	-5,33	I(1)	

I(1) indique la variable est stationnaire en différence première $DX = X_t - X_{t-1}$

Les variables dans leur majorité ne sont pas stationnaires en niveau. Ce qui justifie une estimation des ECM.

1.2.2/ Résultats des Estimations.

L'usage des ECM a été fait suivant la stratégie suivante : d'abord nous estimons le modèle de long terme, ensuite de son résidu décalé d'une période, nous estimons le modèle de court terme.

Les estimations, conduites sous Eviews, sont annexées à la présente étude (voir Annexe 1) Nous présentons ci-dessous les principaux résultats de long terme de chacun des modèles (pour raison d'allègement). Les modèles non significatifs sont passés sous silence.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

Tableau 13 : Résultats des Estimations de long terme

Variables Dépendantes	Coefficients			
	Modèle 1 LM2	Modèle2 RSY	Modèle 3.1 LY	Modèle 3.2 G
Constante	-4.99° (-0.96)	1.38 (5.34)	9.19(4.84)	-31.15 (-2.14)
LY	1.12 (5.40)	...	...	...
LIR	0.004° (0.20)	... "	...	...
LIRD	-0.34° (-1.45)	...	...	...
PD	...	-1.35 (-4.78)	...	...
RBOC	...	0.96 (11.16)	...	...
IR	...	-0.07° (-1.15)	...	-0.01° (-0.16)
DUM	...	0.03 (4.33)	-0.03° (-0.84)	2.31(1.84)
TX	...	...	...	2.33(1.45)
y	...	...	...	0.0001(2.14)
TCPOP	...	...	...	3.37(1.04)
TCVAAG	...	...	...	0.37 (4.87)
LFBCF	...	...	0.41(5.21)	...
LDO	...	...	0.29(2.47)	...
LRCPCT	...	...	-0.16° (-1.36)	...
LCH	...	...	-0.09° (-0.53)	...
LPA	...	...	0.54 (3.25)	...
LM2	...	...	...	...
R ²	0.59	0.79	0.98	0.77
R ² Ajusté	0.55	0.75	0.98	0.71
D.W	0.37	1.40	1.74	2.05
F	13.18	24.06	271.95	13.26
N	31	31	31	31

1.2.3/ Interprétation des Résultats des Estimations.

- Pour l'Equation 1 de la demande d'encaisses réelles, nous avons estimé le ECM (les variables étant toutes stationnaires en différence première). Ce modèle est valable car le coefficient de correction d'erreur (celui de LM2 (-1) est négatif (-0.17) et significatif (Prob=0.02 \angle 0.05). De plus, le modèle est globalement significatif [Prob. (F-Stat)= 0.0006 \angle 0.05]

Les élasticités de court terme :

Il ressort que, dans le court terme, le taux créditeur réel (LIR) et le taux d'investissement (LRID) expliquent positivement et significativement la demande d'encaisses réelles (LM2). En effet, si le taux d'intérêt réel ou le taux d'investissement augmente de 1%, la demande d'encaisses réelles d'environ 0.02 % et de 0.3 % respectivement.

Ceci n'est pas le cas du revenu réel (LY) qui, même s'il est positivement corrélé à la demande d'encaisses réelles, ne l'est pas de manière significative.

L'investissement étant positivement corrélé à la demande d'encaisses réelles, il advient que l'hypothèse de complémentarité monnaie-capital, stipulée par McKinnon, est vérifiée dans le cadre de l'économie sénégalaise³⁴.

Ceci justifie l'applicabilité de la théorie néo-libérale à l'économie sénégalaise.

Les élasticités de long terme :

Les coefficients des variables explicatives décalées n'étant pas significatifs, un calcul et une interprétation des élasticités de long terme ne serait pas judicieux.

³⁴ Notons que cette assertion est unilatérale, car nos estimations ne nous ont pas permis de mettre l'inverse de cette dépendance.

Interprétation du coefficient de correction d'erreur.

Le coefficient de LM2 (-1) soit -0.17 représente la vitesse à laquelle tout déséquilibre entre les niveaux désiré et effectif d'encaisses réelles est résorbé dans l'année qui suit tout choc. Le coefficient obtenu s'interprète comme suit : on arrive à ajuster seulement à 17 % du déséquilibre entre les niveaux désiré et effectif des encaisses réelles. Cette situation une vitesse d'ajustement plutôt lente par rapport à la cible de long terme. Quoique les approches méthodologiques soient différentes, ce résultat vérifie pour le Sénégal, ce que des auteurs ont vérifié dans le cadre de l'Uemoa (Diaw ; Mai Salé, Andely...)

La libéralisation financière étant sous-tendue par une situation de complémentarité monnaie-capital, les effets induits du taux d'intérêt sur l'épargne, l'investissement et la croissance sont-ils discernables ?

- Pour le ratio d'épargne (RSY), **Equation 2**, le modèle ECM n'étant pas valable pour cause de la non significativité du coefficient de rappel à l'équilibre, nous allons interpréter les tendances de long terme³⁵.

Il ressort de cette estimation que l'épargne au Sénégal dépend essentiellement de deux (2) variables à savoir :

*La population dépendante (PD) qui influence très négativement la fonction d'épargne. Cette situation peut s'expliquer, entre autres, par une pyramide des âges à base élargie, caractéristique d'une population composée en majorité de jeunes non encore actifs. Ces jeunes, mais aussi les vieillards de plus de 64 ans sont supportés par une population active en proportion plus faible. L'épargne n'est pas favorisée dans ces conditions.

* Le ratio d'épargne étrangère (RBOC) dont il est positivement corrélé. C'est la traduction de l'apport de ressources étrangères pour pallier le manque de ressources internes. C'est donc la conséquence d'une balance commerciale déficitaire.

A l'opposé,

³⁵ Les termes non stationnaires d'un modèle s'interprètent comme les éléments d'un équilibre de long terme ; Régis BOURBONNAIS, *Econométrie, (Manuel et Exercices corrigés)*, Dunod, 2002.

* Le taux d'intérêt réel (IR) n'a pas, dans ce modèle, d'impact significatif sur le ratio d'épargne. Ce résultat en ne venant pas en appui aux prévisions néo-libérales, met une fois encore en lumière toute l'ambiguïté de l'impact des taux d'intérêt réels, quant à la mobilisation de l'épargne (Effet-revenu et Effet-substitution). Il est tout de même conforme à celui de nombreux auteurs (Cf. Revue de littérature). La longue période de répression financière pourrait ainsi expliquer la non sensibilité du taux d'épargne face au taux d'intérêt.

Il est, cependant, à noter que la variable muette DUM, introduite dans la fonction d'épargne pour tenir compte des mesures de libéralisation de 1989, a un impact significativement positif sur le ratio d'épargne : la libéralisation financière de 1989 a occasionné un changement de structure positif pour l'épargne au Sénégal. Le graphique 03 en Annexe met en évidence à partir de 1990 l'hypothèse néo-libérale d'une corrélation positive entre la rémunération réelle des dépôts et le taux d'épargne, du moins graphiquement. Ce résultat contraste avec celui trouvé par Mai Salé (1994) dans une étude portant sur un échantillon de pays dont le Sénégal. L'accroissement de l'épargne durant la période de libéralisation peut aussi s'expliquer par l'accroissement du revenu que l'on a constaté sur cette période : c'est donc l'épargne comme conséquence du revenu et non des taux d'intérêt réels (Fry ; 1980, 318)

- **L'Equation 3.1** permet de conclure que la croissance au Sénégal est essentiellement le fait de trois (3) variables : la formation brute de capital fixe (LFBCF), le degré d'ouverture (LDO) et la population active (LPA), toutes trois en corrélation positive.

Par contre, le capital humain (LCH) et le ratio d'épargne au secteur privé (LRCPCT) n'ont pas d'impact significatif sur la croissance ; il en est de même pour la variable muette DUM de changement de structure.

Par ailleurs, cette équation nous montre combien le Sénégal est fortement tributaire du degré d'ouverture LDO. La dévaluation intervenue en 1994 a été en faveur de cette variable et, donc, de la croissance au Sénégal.

- **L'Equation 3.2**, en rapport avec la croissance au Sénégal, nous a permis de nous rendre compte que la croissance au Sénégal est essentiellement le fait d'autres variables que celles en rapport direct avec le secteur financier, notamment : le taux

de croissance de la valeur ajoutée agricole (TVAAG) ; du produit par tête y . Il est à noter que le modèle confirme un changement de structure dans la croissance au Sénégal, depuis 1989 et, ce, au seuil 10 %.

Au total, la période de libéralisation financière de 1989 au Sénégal a été faiblement marquée par la séquence prévue par les néo-libéraux : la hausse des taux créditeurs permet une mobilisation plus élevée d'épargne, qui est un préalable à l'investissement ; l'investissement accru permet la croissance (dans notre cas par le biais de la formation brute de capital fixe). Cependant, la libéralisation financière de 1989 n'a pas eu un impact direct, notamment à travers le taux d'intérêt réel créditeur, sur l'épargne, l'investissement et la croissance. Certes des effets indirects ont été saisis à travers la significativité du coefficient de la variable muette DUM. La croissance n'étant pas étrangère à la formation brute du capital ou l'investissement, il y a eu un effet indirect des variables financières sur la croissance au Sénégal. La croissance dépend plus de variables non financières, en tout cas.

Comment expliquer cet état de fait alors que la complémentarité monnaie-capital, préalable à la mise en œuvre de la réforme, est vérifiée dans le cadre du Sénégal ? Comment expliquer que l'épargne, l'investissement et la croissance ne répondent pas directement au taux d'intérêt créditeur réel ?

Une première tentative de réponse pourrait se trouver dans la longue période de répression financière : il faut du temps pour renverser les tendances de cette époque afin qu'apparaissent les variables répondant aux incitations de taux d'intérêt.

Une seconde tentative peut cheminer dans le sentier selon lequel le secteur informel est encore très prépondérant au Sénégal, et recèle d'énormes ressources financières qui échappent totalement au système bancaire officiel, la revue à la hausse des taux officiels n'a pas pu servir de détonateur pour détourner ces ressources vers le secteur officiel. Est-ce parce que les taux souterrains sont meilleurs au taux officiel ou plutôt le résultat du cloisonnement de deux systèmes qui sont chacun enracinés dans une culture et une vision différentes face aux ressources financières ?

Il faut signaler que les résultats de cette étude auraient été sans doute quelque peu différents si nous disposions des séries des taux créditeurs réels sur les dépôts à terme mais aussi d'une série sur l'épargne du secteur privé.

Section 2 : Recommandations

Les mesures financières décidées par la Bceao en 1989, et complétées par celles de 1993, visaient à mobiliser davantage l'épargne, à promouvoir l'investissement et à enduire, par conséquent, la croissance économique dans la sous-région. Ces mesures ne semblent pas avoir eu un impact direct significatif sur ces variables au Sénégal. La croissance observée depuis sept ans pouvant être attribuée principalement au changement de parité entre le franc CFA et le franc français intervenu en janvier 1994, mesure qui a dopé, entre autres, les exportations au Sénégal. Il faut signaler que les énormes retraits de dépôts bancaires à la veille de la dévaluation (voir Annexe2 Graphique 05) n'étaient pas en faveur d'une participation du secteur financier à la croissance au Sénégal.

La croissance au Sénégal semble marquée le pas et ne décolle pas significativement, alors qu'elle est indispensable pour combattre durablement la pauvreté. Il s'agit non seulement de sauvegarder les acquis mais aussi les surpasser. En cela le secteur financier doit s'y prêter. C'est le but des recommandations qui suivent.

3.1/ Vers une Nouvelle Politique des Taux d'Intérêt

▪ Au niveau des taux créditeurs :

Certes, les taux appliqués aux dépôts sont devenus globalement positifs après la libéralisation financière au Sénégal, mais ils ne sont que faiblement positifs. L'inflation étant maîtrisée au Sénégal, une réévaluation du taux nominal irait dans le sens de l'accroissement de l'épargne au Sénégal. Une telle mesure peut contribuer à attirer davantage l'épargne du secteur informel, prépondérant au Sénégal, vers le secteur bancaire officiel jugé plus efficace dans l'allocation des crédits (Levine 1997).

▪ Au niveau des taux débiteurs :

Une des raisons de la faiblesse du ratio de l'intermédiation financière, et donc de l'investissement au Sénégal, est le coût exorbitant du crédit bancaire, tel qu'il est souvent plus élevé que le taux de rendement interne des projets (qui généralement sont des projets à faible valeur ajoutée). Comparativement au taux appliqué sur les dépôts, le taux débiteur est de plus en plus élevé au Sénégal. La conséquence est : des spreads bancaires de plus en

plus élevés (Cf. Tableau 7). La solution, ici, ne passe pas par une baisse décidée par l'autorité monétaire mais plutôt par l'introduction des mécanismes assurant une réelle concurrence entre les établissements de crédit.

3.2/ Vers un Démantèlement de l'Entente entre les Banques.

La réglementation de la Bceao consiste en l'imposition d'un minimum pour la rémunération des dépôts selon la durée ou le montant et en une fixation d'une limite maximale pour les taux débiteurs. La réforme d'octobre 1993 a, en revanche, conduit à une déréglementation totale des taux débiteurs. Il appartient dorénavant aux parties en présence, clients et banques, de débattre librement (sans aucune référence au taux d'escompte de la Bceao) du coût du crédit, sous réserve que ce dernier ; tous frais, commission et rémunérations de toute nature compris ; n'excède pas le taux de l'usure légal. Cette mesure vise à rendre concurrentiel le marché du crédit bancaire et à optimiser l'allocation des ressources.

Malheureusement, l'instauration d'une concurrence effective entre les banques est freinée par le système de consultation et de concertation qui prévaut au sein de l'Association Professionnelle des Banques. En effet, ce système s'est concrétisé dans le passé par l'application de concert, par les banques, du taux maximum autorisé et ce, quel que soit le secteur. Qui plus est, « les réformes ont plutôt accentué la concentration et augmenté le pouvoir de marché des banques » au Sénégal, Mbaye et Niang (2001).

Un tel système ne saurait garantir une pleine expression du libre jeu de la concurrence, le niveau des taux débiteurs dans un tel contexte ne peut donc pas refléter une sélection adéquate des projets d'investissement les plus rentables. Il n'est donc pas étonnant que l'efficacité marginale du capital baisse au Sénégal et, qu'au même moment, les spreads bancaires s'accroissent de plus en plus. En ce sens, Eboué (2000) rapporte le tableau suivant :

Tableau 14 : Spreads entre taux débiteurs et créditeurs : Pays Subsahariens (23 sélectionnés) et de OCDE

Pays	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Les 23	5.9 %	5.4 %	5.2 %	6.7 %	6.7 %	9.6 %	10.6 %
OCDE	5.0 %	5.1 %	5.2 %	4.9 %	4.3 %	4.5 %	4.3 %

Source : FMI(1998) " Financial Development in SubSaharan African Countries ", Occasional Paper n°169

Il ressort de ce tableau que la marge bancaire est plus élevée dans les pays en développement que dans ceux développés. La solution semble résider dans la mise en place de mécanismes faisant jouer pleinement la concurrence, mais aussi réprimandant toute tentative de collusion.

3.3/ Une Dynamique Nouvelle en Direction les Systèmes Financiers Décentralisés.

Conçus pour pallier aux insuffisances du système financier officiel, ces systèmes connaissent certains des problèmes des premiers : ils sont, entre autres, surliquides. Une raison à cette situation est le loyer trop élevé de l'argent, comparativement au rendement interne des projets. Qui plus est, il se pose la question de la pérennité des SFD. En effet, dès que les bailleurs se retirent, il arrive souvent qu'ils s'écroulent. Une « Banque Centrales des SFD » permettra sans doute d'accroître aussi bien l'efficacité, la stabilité et la pérennité des SFD.

En cela, il faut saluer la création par la Bceao et la Boad de la BRS (Banque Régionale de Solidarité) qui pourrait à terme jouer ce rôle. Cette nouvelle structure ambitionne de pallier aux insuffisances de la micro-finance telle que constatées jusqu'ici. Le fossé entre système financier officiel et celui décentralisé pourra ainsi être comblé, aidant ainsi à résoudre l'épineuse question de l'absorption limitée des crédits (Eboué, 1998) au Sénégal.

Le taux de remboursement dans les SFD est généralement plus élevé : les épineuses questions d'aléa moral et d'anti-sélection sont donc réduites du fait des liens de parenté et sociaux au sein de la communauté. Une coopération des banques avec les SFD ne peut qu'accroître l'efficacité des banques officielles.

3.4/ Bannir les Autres Formes de Répression Financière.

Une forme de répression financière sévit toujours dans la sous-région : c'est le taux élevé de réserve obligatoire auprès de la Banque Centrale. Même si Kapur (1992) reconnaît qu'elle assure la stabilité de l'ensemble du système financier, force est de constater que ces réserves sont particulièrement élevées au sien de l'Uemoa. Ary Tanimoune (2001) rapporte que le niveau de réserves obligatoires constituées en juin 1999 par les Banques auprès de la Bceao représente sept (7) fois le niveau requis

Une politique adéquate visant à utiliser, ne serait-ce qu'une partie, de ces ressources à des fins d'investissement, ne pourra que promouvoir la croissance et le développement.

3.5/ Une Révision de la Politique de Change.

La politique macroéconomique est négativement corrélée à l'épargne et à l'investissement, si elle renforce l'instabilité macroéconomique. La volatilité du taux de change réel ou une surestimation irrégulière de la monnaie domestique ne sont pas en faveur de la croissance du ratio d'épargne (voir graphique sur l'évolution de l'épargne en Annexe). Ce type de politique cause du tort à la croissance à cause de leur impacts négatifs sur l'épargne et l'irréversibilité de l'investissement.

Dans ces conditions, il serait de l'intérêt de la Bceao d'opter pour une politique de change flexible capable d'amortir les chocs externes et d'assurer la compétitivité des produits des entreprises de la sous région, et donc sénégalaiscs, face à l'impitoyable concurrence internationale. La compétitivité des produits gambiens, ghanéens et nigériens face aux produits de la zone franc, en est une illustration.

3.6/ Une Réforme du Secteur Réel.

La libéralisation financière est une réforme de long terme. La réforme financière optimale dépend du degré d'ouverture de l'économie. Il est bon d'engager aussi dans des programmes de libéralisation du secteur réel. Autrement, les crédits iront seulement vers les secteurs à profit sans impact sur la main d'œuvre et le salaire. De toute façon, il ne saurait y avoir développement financier véritable sans développement du secteur réel. Le Sénégal devrait développer et diversifier son agriculture de rente autour notamment de bassins de développement (Kassé ; discours à Kaolack en 2002) ; il en va des recettes d'exportation.

3.7/ Retour à des Banques de Développement.

Les banques opérant au Sénégal, comme dans la sous-région sont des filiales de banques étrangères. La priorité pour elles est de réaliser des marges bénéficiaires. Elles préfèrent généralement financer des activités de court terme, notamment commerciales, sans réel impact durable sur le développement du pays hôte. Il serait judicieux de créer des banques nationales efficaces de développement, ayant des garanties nécessaires, capables de pourvoir à des ressources de long terme qu'exigent la formation brute de capital fixe.

3.8/ L'Intégration Régionale : Un impératif.

L'échange intercommunautaire des pays de l'Uemoa n'est que de 12% (Rapport de la Commission, 2000). L'intégration des secteurs réels des pays de la sous-région serait un atout pour les entrepreneurs sénégalais, qui verraient ainsi s'offrir à eux des marchés de proximité aux exigences moindres comparés aux marchés occidentaux. Aussi, l'investissement et la croissance sortiraient-ils agrandis.

Le marché financier sous-régional d'Abidjan, où des entreprises sénégalaises sont déjà actives, est à encourager et à développer. C'est une autre manière de soumettre les banques de la place à une concurrence, les obligeant à réduire le coût de leurs crédits et augmenter par voie de conséquence le volume de leurs concours.

3.9/ Vers un Cadre Juridique plus Adapté.

Le développement est intimement lié au cadre juridique (Levine et al. 1999). Un cadre juridique garantissant les droits des différents acteurs économiques et financiers, et donc réprimandant sévèrement les délits financiers tels l'usage de faux et autres abus de confiance serait de nature à promouvoir l'investissement national et attiré davantage l'investissement direct étranger (IDE). Le développement du Sénégal s'accélérait d'autant.

CONCLUSION GENERALE

Au terme de cette étude sur le Sénégal, nous pouvons retenir que la libéralisation financière intervenue en 1989 a eu un impact sur l'épargne, l'investissement et la croissance économique dans un contexte de complémentarité monnaie-capital ; même si cet impact est faible, et n'est pas direct dans certains cas. Une meilleure efficacité dans l'investissement n'a pas été nettement établie. Il ne faut cependant pas espérer davantage d'une économie qui a connu de très longues années de répression financière. Cette situation est aussi la conséquence, entre autres, d'un certain comportement des banques, visant à accroître leurs marges bénéficiaires.

Cette étude sur le Sénégal nous a permis de nous rendre compte qu'il faut davantage de réformes dans le système d'intermédiation financière en Afrique afin de la rendre plus efficace aussi bien dans la mobilisation de l'épargne que dans l'allocation des ressources. La croissance durable, et donc le développement au Sénégal et en Afrique est à ce prix là.

Cependant, toute réforme à définir et à mettre en œuvre doit tenir compte des enseignements suivants :

- Toute politique macroéconomique se doit d'être anti-inflationniste. L'inflation, en effet, empêche le taux d'intérêt réel de jouer son rôle d'incitation à l'épargne et, donc, à l'intermédiation financière. Aussi toute politique qui accroît les recettes en élargissant la base monétaire donne-t-elle lieu à plus d'inflation pour cause de l'accélération de l'inflation anticipée. La conséquence serait soit une politique fiscale inefficace (la courbe de recettes fiscales de Laffer), soit un néfaste arbitrage entre le revenu fiscal dû à la taxe d'inflation et le revenu fiscal dû à la taxe de répression financière appliquée aux réserves bancaires.
- La politique macroéconomique est reliée de manière adverse à l'épargne et à l'investissement, si elle renforce l'instabilité macroéconomique. Une surévaluation de nominale de la monnaie nationale, par exemple, handicape les ratios d'épargne. De telles politiques handicapent la croissance.
- La libéralisation des taux d'intérêt n'est pas suffisante pour accroître l'épargne, épargne qui peut d'ailleurs être insensible aux taux d'intérêt officiels. L'accroissement

espéré des prêts bancaires et du niveau d'intermédiation financière peut ne pas se produire, spécialement après de récentes périodes de faillites bancaires ou de courses aux guichets. Les banques ont, dans ces conditions, besoin de temps pour accroître leurs capitaux propres. L'approfondissement financier affecte l'activité sur la durée. La concurrence permet à l'économie aussi bien de se doter d'une intermédiation financière plus efficiente que de diversifier les sources de financement externe. Dans le court terme, cependant, les banques à la recherche de plus de profit et cherchant à minimiser les risques de défaut, ne sont pas particulièrement attirées par les prêts productifs de long terme.

- La libéralisation financière est une réforme de longue haleine. Le degré optimal de réforme dépend du degré d'ouverture de l'économie. Il serait avantageux de s'engager, dans un premier temps, dans un programme de libéralisation du secteur réel avant de libéraliser le secteur financier domestique et /ou le marché des capitaux. En effet, les prêts pourraient se concentrer uniquement sur les secteurs à profit, sans réelle incidence sur la main d'œuvre et les salaires. Par ailleurs, il peut se produire la fuite des capitaux si les différentiels des taux d'intérêt avec l'extérieur sont observés pour cause de bas taux domestiques. Si par contre, les taux domestiques sont plus élevés, le taux de change s'apprécie et ce, au détriment des réformes commerciales. Le développement de marchés secondaires de titres publics apparaît ainsi indispensable pour assurer la stabilité du système dans son ensemble. En effet, la question de l'autonomie de la Banque centrale se pose toujours en Afrique de l'Ouest : son indépendance est justifiée sur le terrain de l'élimination des activités de rente, et non sur celui d'une meilleure efficience permettant de promouvoir la croissance.
- Il faut aller vers la création de banques de développement ou d'institutions spécifiques aux côtés des banques commerciales. Les banques existantes ne veulent pas diriger leurs ressources vers des prêts risqués de long terme, alors que ces derniers sont indispensables pour le développement. La lutte contre la pauvreté doit se mener en imaginant un système optimal où le secteur informel a sa place. C'est le sentier qu'emprunte la Bceao avec la création de la Banque Régionale de Solidarité (BRS). Rappelons à ce titre que les SFD représente 10 % de l'épargne et des prêts en zone Bceao. La voie est ainsi ouverte pour d'autres réformes en vue du développement.

Les travaux futurs doivent aborder et approfondir la réflexion sur les déterminants du développement de l'intermédiation financière. Pour ce faire, des variables qualitatives telles le cadre légal, la supervision et la réglementation qui, potentiellement peuvent agir sur l'intermédiation financière, doivent être mesurées et associées au modèle.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

ANNEXE

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

Annexe1 : RESULTATS DES ESTIMATIONS**1. Equation de la demande d'Encaisse Réelles**

Dependent Variable: DLM2

Method: Least Squares

Date: 07/04/03 Time: 16:35

Sample(adjusted): 1971 1998

Included observations: 28 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.356846	2.102217	1.121124	0.2755
DLY	0.447274	0.306181	1.460815	0.1596
DLIR	0.016038	0.005957	2.692208	0.0140
DLRID	0.291658	0.106839	2.729883	0.0129
LM2(-1)	-0.170748	0.069036	-2.473327	0.0225
LY(-1)	0.067982	0.110650	0.614386	0.5459
LIR(-1)	-0.008861	0.007285	-1.216381	0.2380
LRID(-1)	0.086693	0.090387	0.959137	0.3489
R-squared	0.679817	Mean dependent var		0.036795
Adjusted R-squared	0.567753	S.D. dependent var		0.098526
S.E. of regression	0.064773	Akaike info criterion		-2.400909
Sum squared resid	0.083910	Schwarz criterion		-2.020279
Log likelihood	41.61272	F-statistic		6.066317
Durbin-Watson stat	2.548159	Prob(F-statistic)		0.000681

2/ Equation du Ratio d'EPARGNE.

Dependent Variable: RSY

Method: Least Squares

Date: 07/04/03 Time: 16:51

Sample: 1970 2000

Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.375732	0.257763	5.337203	0.0000
PD	-1.350280	0.282364	-4.782054	0.0001
RBOC	0.958056	0.085845	11.16027	0.0000
IR	-0.066856	0.058202	-1.148686	0.2616
DUM	0.030526	0.007050	4.330000	0.0002
R-squared	0.937945	Mean dependent var		0.061590
Adjusted R-squared	0.925534	S.D. dependent var		0.058224
S.E. of regression	0.015888	Akaike info criterion		-5.274466
Sum squared resid	0.006311	Schwarz criterion		-4.996920
Log likelihood	87.75423	F-statistic		75.57317
Durbin-Watson stat	1.746613	Prob(F-statistic)		0.000000

3. Equations de croissance

A/ Modèle 3.1

Dependent Variable: LY

Method: Least Squares

Date: 07/04/03 Time: 17:27

Sample: 1970 2000

Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.191054	1.897634	4.843429	0.0001
LFBCF	0.412705	0.079256	5.207220	0.0000
LDC	0.295050	0.119136	2.476591	0.0207
LRCPCT	-0.162644	0.119212	-1.364322	0.1851
LCH	-0.093335	0.176684	-0.528258	0.6022
LPA	0.542946	0.167297	3.245404	0.0034
DUM	-0.025329	0.030309	-0.835683	0.4116
R-squared	0.985505	Mean dependent var	27.89597	
Adjusted R-squared	0.981881	S.D. dependent var	0.230896	
S.E. of regression	0.031080	Akaike info criterion	-3.908798	
Sum squared resid	0.023184	Schwarz criterion	-3.584995	
Log likelihood	67.58637	F-statistic	271.9487	
Durbin-Watson stat	1.744699	Prob(F-statistic)	0.000000	

B/ Modèle 3.2

Dependent Variable: G

Method: Least Squares

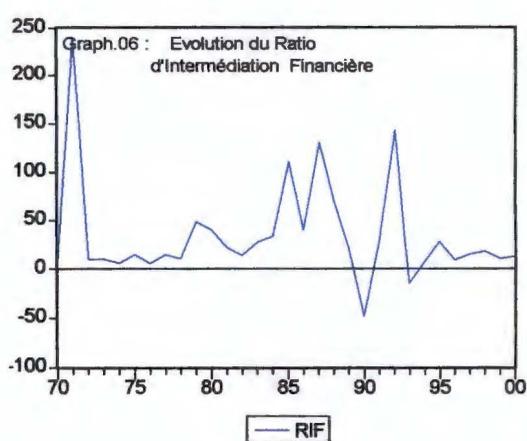
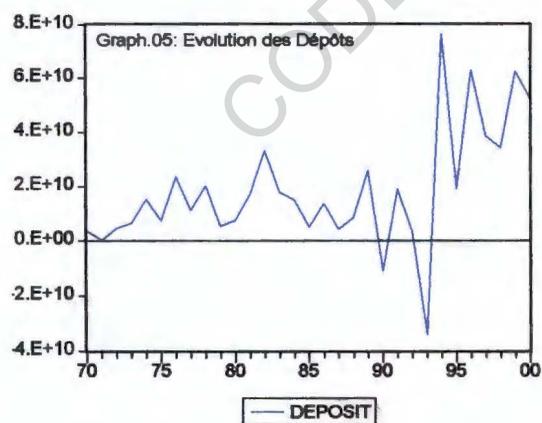
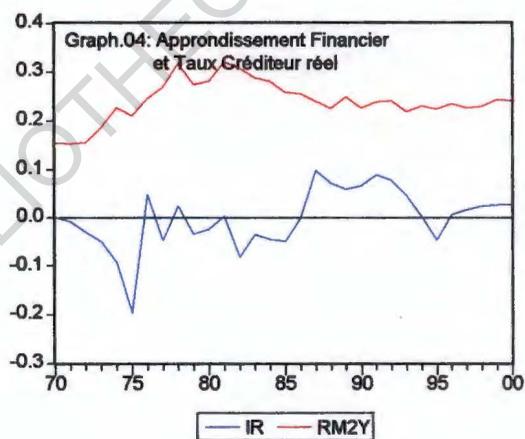
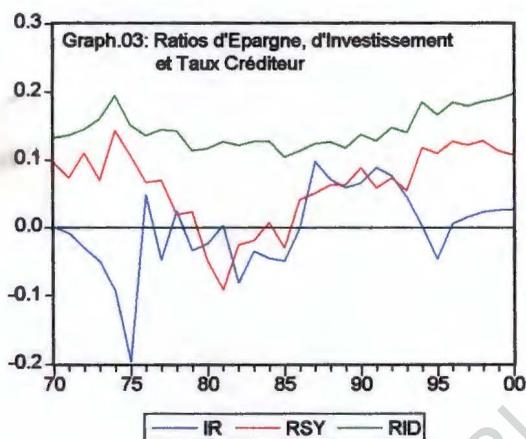
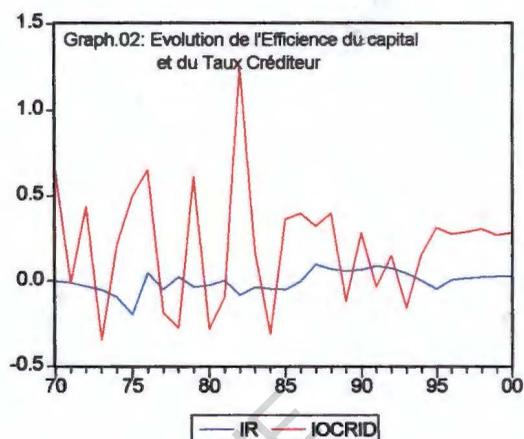
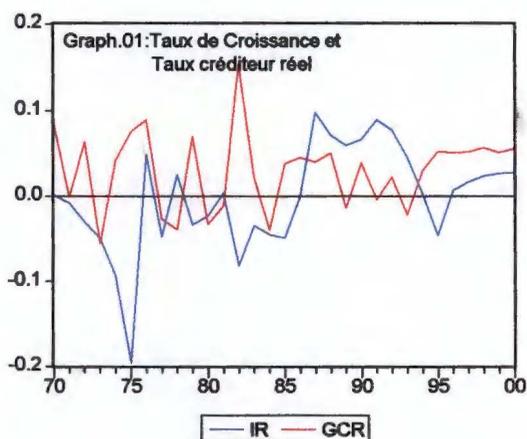
Date: 11/01/03 Time: 10:55

Sample: 1970 2000

Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-31.15020	14.52381	-2.144768	0.0423
Y	0.000114	5.32E-05	2.137705	0.0429
TCPOP	3.372295	3.235673	1.042224	0.3077
IR	-0.014137	0.087504	-0.161562	0.8730
TX	2.331221	1.606620	1.451010	0.1597
TCVAAG	0.199511	0.051536	3.871333	0.0007
DUM1	2.310530	1.254784	1.841376	0.0780
R-squared	0.768362	Mean dependent var		3.020751
Adjusted R-squared	0.710452	S.D. dependent var		4.616295
S.E. of regression	2.484012	Akaike info criterion		4.853306
Sum squared resid	148.0876	Schwarz criterion		5.177110
Log likelihood	-68.22625	F-statistic		13.26831
Durbin-Watson stat	2.052394	Prob(F-statistic)		0.000001

Annexe 2 : LES GRAPHIQUES



ANNEXE 3 : ETABLISSEMENTS DE CREDIT AGREES AU 31/12/2001 AU SENEGAL

Montant en Millions de francs CFA

Immatri- culation	Désignation	Sigle	Date d'Agré- ment	Montant Du Capital	Total Bilan(*)	Réseaux (**)	Total Employés
	Banques(11)			34823	1121928	82	1608
K0011B	*Société Générale de Banques au Sénégal	SGBS	12/03/1965	4528	281608	19	387
K0010A	*Banque Internationale pour le Commerce et l'Industrie au Sénégal	BICIS	12/03/1965	5000	188170	17	347
K0012C	*Compagnie Bancaire de l'Afrique Occidentale	CBAO	12/03/1965	9000	162576	20	206
K0039G	*Banque de l'Habitat du Sénégal	BHS	12/12/1979	1650	115866	2	147
K0060E	*Crédit Lyonnais Sénégal	CLS	14/06/1989	2000	104084	2	120
K0026S	*Citibank N.A. Dakar	CITIBANK	15/11/1975	1626	84822	1	56
K0048R	*Caisse Nationale deCrédit Agricole du Sénégal	CNCAS-SA	14/06/1984	2300	76261	13	170
K0052W	*Banque Sénégal-Tunisienne	BST	30/07/1989	2100	48731	5	62
K0094R	*Ecobank-Sénégal	ECOBANK	19/02/1999	2413	44943	1	46
K0079A	*Banque Islamique du Sénégal	BIS	20/07/1982	2706	12341	1	41
K0100Y	*Bank of Africa Sénégal	BOA- SENEGAL	19/09/2001	1500	2526	1	26
	Etablissements Financiers(4)			2204	4670	10	49
K0029W	*Compagnie Ouest-Africaine de Crédit-Bail	LOCAFRIQ UE	14/05/1977	679	1622	1	3
K0013D	*Société Financière d'Equipement	SFE	30/07/1965	675	1511	1	12
K0030X	*Société de Crédit et d'Equipement du Sénégal	SOCRES	30/08/1977	300	918	7	32
K0069P	*Société d'Investissement Seninvest	SENIVEST	21/10/1993	550	619	1	2
	TOTAL ETABLISSEMENTS(15)			37027	1126598	92	1657

Source : Extrait de Rapport Annuel Commission Bancaire 2001.

(*) Données provisoires

(**) Nombre d'Agence et de Bureaux constituant le réseau

BIBLIOGRAPHIE

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

Akyüz Y. 1991: "Financial Liberalisation in Developing Countries : A Neo-Keynesian Approach" Geneva : United Nations Conference for Trade and Development, Discussion Paper no 36, March.

_____ "Libéralisation Financière: Mythes et Réalités", *Revue du Tiers Monde*, t.35, n° 139, Juillet-Septembre 1994, pp.521-555.

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.

Ary Tanimoune N. (2001): "Impacts de la liberalisation financière sur l'intermédiation bancaire dans l'UEMOA: Essai d'évaluation empirique sur données de panel", Laboratoire d'Economie d'Orléans-Université d'Orléans.

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.

_____ (1991) "Financial Intermediation and Endogenous Growth." *Review of Economics Studies*, 58(2, April):195-209.

Berthélemy, J-C and A.A. Varoudakis. 1994. "Convergence Clubs and Growth : The Role of Financial Development and Education" Paris: OECD Development Centre, January.

Branson, W. H., and S. Schwartz. 1989. "Financial Markets and Investment Efficiency" Princeton: Princeton University, Department of Economics, September.

Burkett, P. and 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), "Inefficiencies 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 721-73.

Dailami, M. and M. Guigale, 1991. "Reflections on Credit Policy in Developing Countries : Its Effect on Private Investment" Washington, D.C.: World Bank PRE Working Paper WPS 654, April.

Diagne A. et Daffé G. in *Le Sénégal en quête d'une croissance durable*, CREA-KARTHALA, 2000.

Diamond W.D. (1984): "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies*, vol.51 n°3, july, pp:393-412.

Diamond W.D. and Dybvig P.H. (1983): "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, vol.91, 1983, pp 400-417

Diaz-Alejandro, C.(1985), "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, n°1-2, pp. 1-24.

Diaw A. (2000), "Le test de l'hypothèse de complémentarité de McKinnon dans les pays de l'Uemoa » in Economie & Gestion La revue du Lea ,Volume I Numéro 3-4, janvier-juin 2000 ;pp 141-157.

Dornbush, R. et Reynoso, A. (1989), "Financial Factors in Economic Developpement",
American Economic Review, vol 79, n°2, mai, pp. 204-9.

De Gregorio, J. and P.E. Guidotti.1993. " Financial Development and Economic Growth"
Washington D.C.: International Monetary Fund, July.

Demetriades, P.O., and M.P. Devereux . 1992 " Investment and 'Financial Repression':
Theory and Evidences from 63 LDCs" Keele : University of Keele, Department of
Economics, Working Paper 92-16, December .

Demetriades, P.O., and K. Hussein. 1993 " Financial Development and Economic Growth:
Cointegration and Causalty tests for 12 Countries" Keele: Keele University, Department of
Economics Working Paper Series No. 93/15, November.

Eboué C. (1990):"Les effets macroéconomiques de la repression financière dans les PED",
Economie Appliquée, tome LXIII, No 4, pp.93-121.

_____ (2000b):"Réformes Bancaires et Libéralisation Financière en Afrique",
Session de formation RIADEF, Lomé, Avril.

Fama E. (1985):"What's different about Banks? ", Journal of Monetary Economics, Vol.15
No 1, January, pp.29-39.

Fry, M.J. (1988, 1995), Money, Interest, and Banking in Economic Development, The John
Hopkins University Press, Baltimore.

_____ (1980a) "Saving, Investment, Growth and the Cost of Financial Repression."
World Development, 8(4, April): 317-327.

_____ (1984) "Saving, Financial Intermediation and economic Growth in Asia."
Asian Development Review, 2(1): 82-91.

_____. (1989b) "Financial Development : Theories and Recent Experience." *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4, Winter): 13-28.

_____. 1990b. "Sri Lanka's Financial Liberalisation and Trade Reforms: Plus ça change?" *International Economic Journal*, 4 (1, Spring): 71-90.

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.

Hanson, J.A. 1979. "The Colombian Experience with Financial Repression and Incomplete Liberalisation: Stagnation, Growth and Instability 1950-1978" Caracas: First International Conference on the Financial Development of Latin American and the Caribbean, February.

Haque, N.U., Kajal L., P.J. Montiel. 1990. " A Macroeconomic Model for Developing Countries". *International Monetary Fund Staff Papers*, 37(2, September): 537-559.

Harberger, A.C., 1978. "Perspectives on Capital and Technology in Less-Developed Countries." In *Contemporary Economic Analysis*. Edited by Michael J. Artis and A. Robert Nobay. London : Longman, 42-72.

Horiuchi, A. 1984. " The 'Low Interest Rate Policy' and Economic Growth in Postwar Japan", *Developing Countries*, 22(4, December): 349-371.

Houssa R. (2001): "L'effectivité de la libéralisation financière au Bénin", Mémoire de DEA/PTCI, Université de Ouagadougou.

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.

Jung, W.S., 1986. " Financial Development and Economic Growth: International Evidence" *Economic Development and Cultural Change*, 34(2, January): 333-346.

Kapur, B. (1976), "Alternative Stabilization Policies for Less-Developed Economies, *Journal of Political Economy*, vol 84, n°4, août, pp. 777-795.

_____ (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.

Kassé, M. "L'Aménagement du Territoire : Ultime Etape de la Décentralisation" Faculté des Sciences Economiques et de Gestion (FASEG), Université Cheikh Anta Diop de Dakar, Sénégal (Discours à Kaolack, 2002)

Khan, M.S., and C.M. Reinhart.1990. " Private Investment and Economic Growth in Developing Countries" *World Development*, 18(1, January): 19-27.

Khan, M.S., and D. Villanueva.1991. " Macroeconomics Policies and Long-term Growth : A Conceptual and Empirical Review " Washington, D.C.: International Monetary Fund, WP/92/28, March.

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, in *Journal of Monetary Economics*, Vol 32, pp 513-542

Lanyi, A., and R. Saracogiu. 1983b. " Interest Rate Policies Developing " Washington, D.C.,: International Monetary Fund, Occasional Paper 22, October.

Levine R., Loayza N., Beck T. " Financial Intermediation and Growth: Causalty and Causes" Policy Research Working Paper (1999), WPS 2059, Washington DC:World Bank.

Mai Salé A. (1994) , « La théorie de la répression financière à l'épreuve des faits : le cas des pays africains de l'UMOA » in *Finance informelle et Financement du Développement/AUPELF*, pp 189-210.

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.

Mbaye A.A., "An Industry Level Analysis of Manufacturing Productivity in Senegal.", Africa Region Working Paper Series No.41(2002); Washington DC:World Bank

_____, 2002 "Capital Humain, Compétence et Productivité du Facteur Travail au Sénégal : Une Analyse Empirique" Forthcoming ; Economies et Sociétés, Séries F, no 4

Mbaye, A.A and S. Golub.2002"Relative Unit Labor Costs, Internatinal Competitiveness and Export: The Case of Senegal" Forthcoming, Journal of African Economies, vol.2 no 11

Mbaye A.A et B.B. Niang .2001" Impact de la Réforme du Système Financier sur la Concurrence entre Banques" Faculté des Sciences Economiques et de Gestion (FASEG), Université Cheikh Anta Diop de Dakar, Sénégal

McKinnon, R.I. (1973), "Money and Capital in Economic Development", Washington DC, Brookings Institution.

_____ (1988), "Financial Liberalisation in Retrospect: Interest Rate Policies LDC's", in *The State of Development Economics: Progress and Perspectives*, ed. by G. Ranis and T.P Shultz, Basil Blackwell, New-York.

_____ (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.

_____ (1991), *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore et Londres.

Modigliani, F. (1986) "Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations " *American Economic Review*, 76 (3, June):297-313.

Morisset, J., 1993. " Does Financial Liberalisation Really Improve Private Investment in Developing Countries? " *Journal of Development Countries*, 40(1, February): 133-150.

Ortiz, G. and L. Solis. 1979 " Financial Structure and Exchange Rate Experience: Mexico 1954-1977" *Journal of Development Economics*, 6(4; December): 515-548.

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.

Polak, J.J. 1989. *Financial Policies and Development*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.

Rama, M. 1990. "Empirical Investment Equations in Developing Countries" Washington, D.C.: World Bank, PRE Working Paper WPS 563, December.

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.

Spears, A. 1991. "Financial Development and Economic Growth-Causality Tests", *Atlantic Economic Journal*, 19(3, September): 66.

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.

Vorodis, H. 1993. "Ceilings on Interest Rates and Investment: The Example of Greece" *Review of Economics and Statistics*, 72 (2, May):276-283.

Vanet B. (1998): "Libéralisation Financière et Développement Economique: une revue critique de la littérature". CREFED-CERPEM, Université PARIS IX DAUDHINE.

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.

Wood, A.1993. "Financial Development and Economic Growth in Barbados : Causal Evidence" *Saving and Development*, 17(4): 379-390.

World Bank (1989), *World Development Report 1989*, Oxford University Press, New York.

○○○

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

TABLE DES MATIERES

In Memorium	i
Dédicaces	ii
Remerciements	iii
Résumé	iv
Sigles et Abréviations	v
Tableaux et Graphiques	vi
Sommaire	vii
INTRODUCTION	1
CHAPITRE I : CONTEXTE SOCIO-ECONOMIQUE ET EVOLUTION DE LA POLITIQUE DES TAUX D'INTERET AU SENEGAL	5
Section 1 : Contexte Socio-économique du Sénégal	5
1.1/ Les Traits Caractéristiques de la Croissance de l'économie	5
1.2/ Taux de Croissance faible et Erratique	6
1.3/ Faible Production globale des Factures et Désaccumulation du Capital	7
Section 2 : La Politique des Taux d'Intérêt au Sénégal	11
2.1/ La Bceao	11
2.2/ Les Mesures de Libéralisation Financière	12
2.3/ La Réalité de la Répression et de la Libéralisation Financières au Sénégal.....	14
2.4/ Les Principes Caractéristiques du Réseau Bancaire sénégalais	15
2.4.1/ Libéralisation Financière et Taux de Bancarisation	16
2.4.2/ Libéralisation Financière et Structure de Marché.....	18
CHAPITRE II : REVUE LITTERATURE ET METHODOLOGIE	21
Section 1 : La Revue de la Littérature	21
1.1/ Les Approches Théoriques de la Libéralisation Financière	22
1.1.1/ L'Approche de McKinnon/Shaw	22
1.1.1.1/ De la nécessité de libérer le secteur bancaire de ses contraintes	23
1.1.1.2/ Prolongements de l'Analyse de McKinnon/Shaw	24
1.1.1.3/ Les Problèmes posés par la libéralisation financière dans l'Approche McKinnon	29
1.1.2/ L'Ecole Néo-Structuraliste	32
1.1.2.1/ Les Hypothèses des Modèles Néo-Structuralistes	32
1.1.2.2/ Pourquoi la Libéralisation financière n'est-elle pas souhaitable ?	34
1.2/ Tests Empiriques des Hypothèses Néo-Libérales	38
1.2.1/ Effets de la Libéralisation financière sur l'Épargne, l'Investissement et La Croissance	38
1.2.1.1/ Libéralisation financière et l'Épargne	38
1.2.1.2/ Effet des Conditions financières sur les Ratios d'Investissement.....	41
1.2.1.3/ Libéralisation Financière et Efficacité dans l'Allocation des Ressources	42
1.2.1.4/ Effet des Conditions financières sur la Croissance Economique	45
1.2.1.5/ La Question du sens de la Causalité	50

1.2.2/ De la Théorie à la Pratique : Etude de Cas	52
1.2.2.1/ La Version intégrale de la Libéralisation financière : Le Cas du Chili	52
1.2.2.2/ Libéralisation financière partielle et rôle de l'Etat : Le Cas de la Corée du Sud de Taiwan	53
1.2.2.3/ Bilan des Programmes de Libéralisation financière en Afrique	55
Section 2 : Méthodologie	58
2.1/ Cadre Analytique	58
2.1.1/ Analyse Statistique et Graphique	58
2.1.2/ Analyse Economique : Spécifications des modèles	60
2.2/ Cadre Empirique	63
2.2.1/ La Demande d'Encaisses Réelles	63
2.2.2/ La Fonction d'Epargne	64
2.2.3/ La Croissance Economique	65
2.3/ Sources des données	67
CHAPITRE III : ANALYSE EMPIRIQUE ET RECOMMANDATIONS	69
Section 1 : De la Libéralisation Financière à la Croissance Economique	69
1.1/ Evolution Des Principaux Indicateurs Financiers	69
1.2/ Les Estimations Econométriques	72
1.2.1/ Test ADF sur les Variables	72
1.2.2/ Résultats des Estimations	73
1.2.3/ Interprétation des Résultats des Estimations	75
Section 2 : Recommandations	79
2.1/ Vers une nouvelle politique des Taux d'Intérêt	79
2.2/ Vers un démantèlement de l'Entente entre les Banques	80
2.3/ Une dynamique nouvelle en direction des Systèmes Financiers Décentralisés	81
2.4/ Bannir les autres formes de Répression financières	81
2.5/ Une Révision de la Politique de Change	82
2.6/ Une Réforme du Secteur Réel	82
2.7/ Retour à des Banques de Développement	82
2.8/ L'Intégration Régionale : Un impératif	83
2.9/ Vers un Cadre Juridique plus adapté	83
CONCLUSION GENERALE	84
ANNEXE	87
BIBLIOGRAPHIE	94