

République du Sénégal  
Un peuple-Un but-Une foi

Université Cheikh Anta Diop de Dakar



Faculté des Sciences Economique et de Gestion  
(FASEG)

Département Economie

Programme du Troisième Cycle Inter Universitaire  
(PTCI)

Mémoire de DEA

**Sujet : Libéralisation Financière et demande de monnaie  
dans l'UEMOA : cas du Sénégal**

**Présenté par :**  
Allé Nar DIOP Etudiant au PTCI  
Option : Macroéconomie Appliquée  
Spécialisation : Economie Internationale

**Sous la Direction de :**  
Birahim Bouna Niang  
Professeur Agrégé des Facultés  
Des Sciences Economique et de Gestion

Année scolaire 2003-2004

## **Dédicas**

**Je dédie ce travail à : Mon père, à ma mère, à mes frères et sœurs et à  
Amonin**

## **Remerciements**

**Je remercie : Mr Birahim Bouna Niang pour son encadrement et sa  
disponibilité**

**Les membres du jury**

**Mes collègues : Bamba Ka, Sherif Sidy Kane, Oumar Kane,**

**Mes amis: Abdourahmane Diop, Aly Sidy Ba, Mame Boubou Diop,  
Serigne Ousmane Samb, Abdou Aziz Diallo, Souleymane Tamba**

## SOMMAIRE

<b>Introduction générale et problématique.....</b>	<b>3</b>
<b>Chapitre I : Evolution de l'intermédiation financière au Sénégal.....</b>	<b>6</b>
Section 1 : L'environnement financier du Sénégal.....	6
A) Les mesures de libéralisation financière :.....	6
B ) Les principales caractéristiques du marché bancaire et financier du Sénégal.....	7
Section 2 : Le système financier sénégalais.....	12
A ) Evolution des conditions financières des ressources bancaires.....	12
B ) La réglementation du secteur bancaire.....	13
<b>ChapitreII : La libéralisation financière : Approche théorique et fondement empirique.....</b>	<b>15</b>
Section 1 : La naissance de l'école de la libéralisation financière: les travaux de R.I McKinnon et E.Shaw.....	16
A ) Fragmentation de l'économie et complémentarité de la monnaie et du capital.....	16
B ) « L'approfondissement financier » de E. Shaw.....	28
Section 2 : La libéralisation financière à l'épreuve des faits.....	43
A) De la théorie à la pratique.....	43
B) Libéralisation partielle et rôle de l'Etat.....	45
<b>CHAPITRE III : Méthodologie et Résultat Empiriques .....</b>	<b>47</b>
Section I : Détermination et Spécification du Modèle :.....	47
A) Spécification du modèle.....	47
B) Méthodes d'estimation : .....	48
Section II : Résultat empirique et interprétation des résultats .....	50
A) Stationnarité et cointégration des variables.....	51
1) Etude de la stationnarité.....	51
2) Etude de la cointégration.....	51
B) Résultats des estimations .....	54
1) La demande de monnaie.....	54
2) Interprétation des résultats.....	55

<b>Conclusion Générale.....</b>	<b>58</b>
<b>Annexe 1.....</b>	<b>59</b>
<b>Annexe 2 .....</b>	<b>60</b>
<b>Annexe 3.....</b>	<b>61</b>
<b>Annexe 4.....</b>	<b>63</b>
<b>Références Bibliographiques.....</b>	<b>65</b>

## Introduction générale

Devant la crise financière et bancaire que traverse les pays de l'union économique et monétaire Ouest africaine (UEMOA), les autorités ont choisi une politique de libéralisation financière (au sens de Mc Kinnon 1973, et Shaw 1973)<sup>1</sup> à la fin des années 80. La notion de répression financière fondée par Mac Kinnon et Shaw a permis de comprendre les effets pervers du plafonnement des taux d'intérêt nominaux sur le marché du crédit.

Les conséquences induites furent le maintien des taux d'intérêt réel à des valeurs négatives pendant longtemps, notamment au Sénégal. Pour sortir de cette impasse, il convient selon Mac Kinnon et Shaw de libéraliser les conditions de formation des taux d'intérêt nominaux, de telle façon que les banques puissent offrir aux épargnants une rémunération « juste » des dépôts effectués, et de facturer en contrepartie plus les prêts consentis à leur client, comme les services qu'elles offrent.

Les programmes de libéralisation financière ont été mis en œuvre en Afrique depuis 1989, et leur capacité est relativement réduite. ( Mahar et Williamson, 1998 ).

En outre le bien fondé de ses recommandations est contesté lorsqu'il est pris en compte la structure des systèmes financiers dans ces pays ( Van Wijnbergen, 1994 ) et /ou les imperfections des marchés du crédit liés aux asymétries d'information ( Stiglitz, 1994.)

En effet, la conduite de la politique monétaire n'a pas tenu compte jusque là du rôle du secteur financier informel. Or la détention des actifs liquides en dehors des circuits officiels, les comportements d'épargne et de crédit informel, limitent l'efficacité des canaux de transmission traditionnels.

Ainsi, du fait des substitutions entre actifs d'épargne rémunérée et actifs liquides non rémunérés, la libéralisation peut modifier la demande de monnaie et même la rendre instable.

Parrallèlement, la libéralisation financière semble être la solution de sortie des économie financièrement réprimée comme le Sénégal. La répression financière peut se définir comme le blocage artificiel des taux d'intérêt bancaires à des niveaux bas, en vue de faciliter les financements publics. Elle permettrait indirectement de lutter contre l'inflation en relevant le taux d'intérêt. Du fait des substitutions entre actifs d'épargne rémunérés et actifs liquides rémunérés, la libéralisation peut modifier la demande de monnaie et même la rendre instable. De ce fait la question des canaux de transmission de la politique monétaire et plus généralement de l'efficacité du contrôle monétaire se pose.

---

<sup>1</sup> Shaw Edward (1973) « Financial Deepening in Economic Development » ; Mac Kinnon Ronald (1973) « Money and capital in Economic Development », Baltimore : Johns Hopkins

Ce d'autant que la libéralisation du régime de marché de banque doit s'accompagner pour être efficace, de la transition du contrôle monétaire au contrôle indirect. En conséquence un critère d'efficacité de la libéralisation financière est son aptitude à préserver la stabilité de la demande de monnaie. L'existence d'un secteur financier informel peut aussi affecter la demande de monnaie. Ainsi il est utile de savoir comment se comporte la demande de monnaie en environnement de libéralisation financière ? Aussi peut-on se demander si la condition nécessaire du succès de la libéralisation financière n'est elle pas la stabilité de la demande de monnaie ? Enfin celle-ci suffit-elle à garantir un tel succès ?

De telles interrogations se justifient par le fait que se pose un problème de fonctionnement du système financier au Sénégal, C'est à dire depuis 1989.

Il convient ainsi de voir comment la demande de monnaie s'est comportée au Sénégal.

La conjugaison de ses facteurs ci dessus justifie donc l'intérêt de notre étude portant sur la libéralisation financière et la demande de monnaie.

L'objectif principal est de spécifier les déterminants de la fonction de demande de monnaie au Sénégal. C'est un travail difficile parce qu'il existe beaucoup de variations des circonstances économiques et institutionnelles parmi les pays en développement.

Nous voulons également savoir si la libéralisation financière au Sénégal a affecté la stabilité de la demande de monnaie au Sénégal.

Pour cela nous partons de l'hypothèses suivantes : il y a complémentarité entre monnaie et capital<sup>1</sup>.

En effet, la gamme limitée des actifs financiers offerts aux agents économique caractérise les pays en développement. De plus la répression financière qui découle de la fixation administrative des taux d'intérêt, généralement à des niveaux bas, décourage l'épargne, l'investissement et donc la demande de monnaie en raison de l'hypothèse complémentarité entre les actifs physique et les actifs monétaires. Pour éclaircir ces questions, il convient d'examiner :

En premier lieu, la politique financière et l'intermédiation financière au Sénégal.

En second lieu, les fondements théoriques et empiriques de la libéralisation financière.

Enfin, en dernier lieu, nous verrons la méthodologie et les résultats empiriques

---

<sup>1</sup> Cette hypothèse sera testée.

## **Chapitre I : Politique financière et intermédiation financière au Sénégal**

Pour saisir l'impact de la libéralisation financière sur la demande de monnaie au Sénégal, Il convient de présenter l'environnement des établissements de crédit de l'Union notamment les mesures de libéralisation financière, l'évolution de leurs conditions financières et enfin, l'évolution de l'intermédiation bancaire.

### **Section 1 : L'environnement financier du Sénégal**

#### **A) 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. La Banque Central 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 de 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 termes (à un et trois mois, depuis 1978 ) avec un taux fixe par la BCEAO selon l'adjudication mixte. Les principales mesures ont été : la création du, 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 plutôt (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 supérieurs aux taux d'usure fixe par les autorités monétaires. Les banques ont été autorises a rémunérer librement leurs 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 d'un an et inférieurs à 500 000 Fcfa et le taux fixé 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 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 rémunéré. Initialement identique dans tous les pays, le coefficient et l'assiette des réserves obligatoires ont été différenciés depuis août 1998.

Au Sénégal, selon les résultats de l'enquête réalisée auprès des chefs d'entreprise, les difficultés d'accès au crédit constituent la contrainte la plus importante parmi celles que rencontre le secteur privé. L'ensemble du secteur bancaire s'était trouvé plongé dans une crise profonde vers la fin des années 1980. Cette crise s'expliquait par les difficultés rencontrées dans le recouvrement des créances en général et par l'intervention de l'Etat dans l'allocation du crédit, en particulier. Des prêts immobilisant des sommes importantes de ressources ont été octroyés essentiellement du fait des ingérences du gouvernement (y compris à travers les entreprises parapubliques) plutôt qu'en fonction de la rentabilité des projets d'investissement. A partir de 1989, des réformes importantes ont été mises en œuvre. La restructuration du système bancaire s'est, en particulier traduite par la liquidation de 8 banques (5 du secteur public et 3 banques privées). Elle a été accompagnée d'une libéralisation partielle des taux d'intérêt et de l'allocation du crédit et de la création d'un marché monétaire avec l'objectif d'encourager le développement d'un système financier moins administré, plus flexible et plus concurrentiel. La restructuration de 1989 a été un succès en ce sens que le système bancaire a été assaini. Mais les réformes structurelles n'ont pas donné les résultats escomptés en ce qui concerne le financement du développement. La liquidation des banques de développement a laissé un vide dans le domaine de financement des PME.

En plus, le système financier, en dehors des banques commerciales, reste peu développé, malgré les efforts de diversification.

## **B ) Les principales caractéristiques du marché bancaire et financier du Sénégal**

### **1) Une concentration de l'activité bancaire**

Le développement du secteur bancaire n'a pas introduit une concurrence accrue entre les banques. Pratiquement , au plus quatre banques représentent plus de 60% du capital social. Le Sénégal présente une concentration moins marquée. Avant la réforme, les deux premières banques recevaient, chacune, près du tiers des dépôts. Mais les cinq premières en totalisaient 96%. En 1989, on a assisté à une distribution plus équilibrée des dépôts. En revanche , l'offre de crédit est devenue plus concentré par rapport à 1975. Deux ans après la dévaluation, les cinq premières banques se sont partagées de façon plus équilibrée la plus grande part des dépôts et des crédits. Désormais, aucune banque ne reçoit plus d'un tiers des dépôts. La faible concurrence dans le secteur bancaire est une situation commune à l'Afrique au Sud du Sahara. La législation bancaire dans l'union a apparemment consolidé cette situation de d'oligopole. Tirant les leçons de la crise bancaire des années 1980, les autorités ont renforcées les conditions de création et d'exercice de l'activité bancaire en se fondant sur



l'idée qu'évoluant dans un environnement où le crédit est une activité risquée, les établissements de crédits, pour être solides et solvables, doivent disposer de fonds propres relativement importants. Des conditions plus strictes sont requises désormais, qu'il s'agisse de la procédure d'agrément, du capital minimum, des fonds propres, des prises de participation, des normes de gestion. Les conditions d'entrée sur le marché bancaire étant plus difficiles, la concurrence y demeure très limitée, un petit nombre d'unités continuant à fixer les conditions de banques dans un contexte de libéralisation financière.

En fait, l'adoption en 1993 d'une réglementation spécifique aux mutuelles d'épargne et de crédit, la création en cours d'un marché financier régional permettant la confrontation directe entre les agents à capacité de financement et les investisseurs, sont de nature à introduire une certaine concurrence dans le secteur financier. Les caisses mutuelles d'épargne et de crédit nécessitent un montant de capital social plus faible que celui requis pour les banques ; elles s'adressent cependant à une clientèle qui a difficilement accès au système bancaire.

Selon le rapport sur la zone franc le marché est en croissance continue, avec des Etablissements de Crédit affichant globalement une bonne santé financière, comme le montre l'évolution récente des indicateurs d'activité (patrimoine) et de gestion (résultats) tels que : Produit Net Bancaire (+14,3 % en 2001) ; même tendance en 2002), Résultats (+ 6 % en 2001 ; même tendance en 2002), Fonds Propres Nets (+ 8,3% en 2001 ; + 9,2 % en 2002), Total du Bilan (environ + 8 % en 2002), malgré une faible bancarisation de la population qui révèle un potentiel encore inexploité de croissance du marché.

Les Etablissements de Crédit sont compétitifs au sein de l'UMOA , avec une vive concurrence sur la place, en termes de taux d'intérêts pratiqués.

L'analyse des taux de base bancaire (TBB) appliqués au sein de l'Union (janvier 2003) révèle que la moyenne mensuelle du TBB au Sénégal ( 8,45 %) était la plus faible de l'Union (10,07 % en moyenne), tout comme l'écart entre le niveau minimum (8 %) et le niveau maximum ( 9,45 %) du TBB, qui était respectivement de 7,42 % et 17 % pour l'ensemble des pays de l'UMOA. La moyenne mensuelle des Taux débiteurs maximum se chiffrait à 15,32 %, avec une fourchette de 10 % à 20 %. Cette concurrence entre établissements financiers ne se limite pas seulement aux taux ; elle s'étend à la nature des activités et projets financés : prêt à la consommation, prêts équipement, voire prêt immobilier..., la tendance étant à la diversification , même pour des banques spécialisées comme la CNCAS.

- De même, les établissements financiers au Sénégal ont perdu une bonne part de leur spécificité, puisque aujourd'hui les banques proposent elles aussi des produits tels que le crédit-bail. Du fait de cette concurrence, les établissements financiers sénégalais connaissent

de sérieuses difficultés financières. Le symbole de ce déclin est la disparition du Crédit Sénégalais (CRESEN) en 2000 et de la Société Financière d'Équipement (Ex SOGECA) en 2002.

## **2) La Sous-Bancarisation :**

Un nombre relativement limité d'institutions financière s'est implanté au Sénégal notamment dans les zones urbaines. Un nombre réduit d'agents économiques a donc pu accéder à leurs services. A cette caractéristiques s'ajoute la quasi absence de marchés financiers pouvant servir de complément à l'intermédiation financière. Le taux de bancarisation : nombre d'institutions financières pour cent mille habitants est très faibles.

Les années 1980-1989 ont été marquées par la poursuite des implantations de banques. La crise bancaire de la deuxième moitié des années 1980 et les restructurations auxquelles elle a donné lieu ont par la suite réduit le nombre d'institutions bancaires. Cette faible implantation d'institutions financières se reflète dans le pourcentage de la population totale titulaire de comptes bancaires au Sénégal. Pendant les années 1990, le Sénégal occupaient la troisième place avec une bancarisation 2.5% à 3.2% de la population.

En dépit du nombre d'établissements de crédit actifs sur le marché (14 contre plus du double en Tunisie, pour une population à peu près comparable), le taux de bancarisation au Sénégal est estimé à 5 % de la population active. Selon des statistiques de la BCEAO, le nombre total des comptes de particuliers à fin 2001 se chiffrait à 241.563 ( en diminution de près de 46.000 comptes sur un an), dont 94 % ouverts au nom de personnes physiques nationales (227.135, en baisse de 50.000 unités en variation annuelle) et 6 % à des personnes physiques étrangères (14.428 , en hausse de 4.000 comptes par rapport à fin 2000).

Diverses causes peuvent être avancées : barrières à l'entrée (solde minimum pour l'ouverture et le fonctionnement des comptes bancaires), coût du service et des transactions (frais de tenue de comptes...), distance spatiale et psychologique par rapport au système bancaire, formalisme, exclusion économique et financière etc....

Ce phénomène n'est pas spécifique au seul Sénégal ; il a d'ailleurs conduit les Autorités de l'Union à publier une directive portant sur les mesures de promotion de la bancarisation .

Les Banques ont pris conscience des enjeux de la sous bancarisation, notamment pour leur gestion et la croissance de leurs activités (taille critique, économies d'échelle, division des risques, concurrence des SFD etc...) et commencent à réagir, en multipliant les ouvertures de Guichets et Agences , certes principalement en milieu urbain (notamment à Dakar ).

-Cette Sous Bancarisation profite aux SFD qui, au fil des ans, ont su développer une politique de proximité ( , spatiale, , psychologique et sociale) de la clientèle, grâce à un important

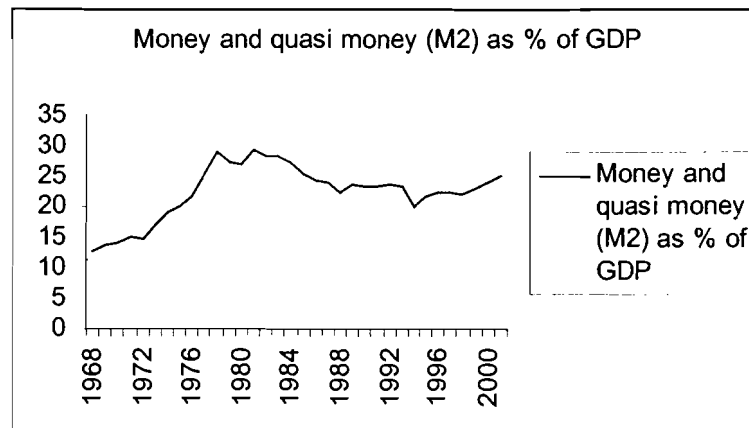
maillage territorial, tant en amont ( phase d'ouverture de compte, de constitution d'épargne et d'instruction des demandes de crédit) qu'en aval( suivi et gestion du recouvrement).

Malgré des taux d'intérêt souvent plus élevés que ceux des Banques et de durées de remboursement courtes, ces SFD ont su mobiliser des masses importantes d'épargne (souplesse des conditions d'ouverture des comptes , faiblesse montants à l'ouverture et coût des transactions) et produire des volumes respectables de crédit avec des taux de remboursement intéressants, en dépit ou grâce à une politique plus flexible en matière de prises de garanties, par rapport aux Etablissements de Crédit.

Le taux de pénétration de la population par les SFD ( sur la base d'un ratio de 6 personnes par famille) a ainsi régulièrement augmenté, passant de 13,9 % en 1997 à 18,2 % en 1999 puis à environ 24% en 2000.

Forts de ces acquis , de leur expérience du terrain, du volume de leur portefeuille clientèle et d'une expertise et d'une professionnalisation améliorées grâce notamment à l'appui technique et/ou financier de la Caisse Desjardins et de certains Bailleurs comme l'USAID, certaines de ces SFD, réunies en Réseau, songent et envisagent même la création d'un « Organe Financier » avec statut de Banque ou d'Etablissement Financier, en vue de pouvoir collecter des ressources à moyen et long termes , pour faire face aux demandes de crédits de cette nature, émanant de leur clientèle. En conclusion, on peut dire que le secteur bancaire formel s'est faiblement implanté au Sénégal nonobstant la stabilité monétaire de l'union qui devrait favoriser l'épargne. Les agences ont été créées systématiquement dans les zones urbaines, le capitale abritant le plus grand nombre d'elles. A cela s'ajoute la concentration des dépôts sur un petit nombre de comptes ce qui traduit le faible développement des habitudes bancaires. Le taux de bancarisation est mesuré par le pourcentage de la quasi monnaie au Pib. On note une augmentation du pourcentage de la quasi-monnaie au Pib sur la période 1968-1979 avec un taux de 29% en 1979. A partir de 1980, on note une baisse continue jusqu'en 1994, puis une légère reprise mais faible par rapport à la période antérieure(graphique ci-dessous).

**Graphique 1**



**Source : World Bank Indicator**

### **3) La sur-liquidité des banques**

Cette problématique relativement complexe - au delà des « griefs » (frilosité vs irresponsabilité) portés les uns contre les autres par les différents protagonistes doit s'apprécier à la lumière de différentes considérations....

Tout d'abord, l'impératif de la garantie, de la sécurisation des avoirs des déposants (une des Règles sacro-saintes en matière de Banque...) , à la lumière de l'expérience de « gel des avoirs des déposants » vécue (certes avant la mise en place du dispositif prudentiel) notamment au Sénégal au début des années 1990, doublée par les conséquences malheureuses (pour ces mêmes déposants) de la dévaluation du FCFA survenue en janvier 1994...

Les exigences du respect des normes prudentielles de gestion des Etablissements de Crédit (dont certaines vont être renforcées à l'avenir, avec le passage aux normes dites de « Bâle II »), notamment des ratios de « fonds propres sur risques ; de division des risques ; de structure de portefeuille ; de couverture des emplois à moyen et long termes par des ressources stables, etc. Le problème structurel et chronique de l'inadéquation des ressources qualifiées de « Surliquidités » des Banques (souvent ressources à court terme) à des emplois à plus longue échéance.

Malgré l'utilisation par certaines Banques de possibilités de mobiliser des lignes de crédits et autres lignes de refinancement auprès d'Institutions telles que le FPE (ex : lignes de crédit Chine-Agriculture et FDCI/PME-PMI, BOAD/ARTISANAT), la BEI, la BOAD etc..., le problème de la nature et de la structure de leurs ressources constitue un goulot d'étranglement

à leur engagement dans le financement de projets d'envergure et/ou à moyen et long termes des agents économiques.

## **Section 2 : Le marché financier sénégalais**

### **A) Evolution des conditions financières des ressources bancaires**

Grâce aux mesures de restructuration prises à la fin des années 80 et au début des années 90, le système bancaire sénégalais est aujourd'hui assaini. La preuve en est que les banques sénégalaises sont parvenues à maintenir leur rentabilité en l'an 2000 alors que les bénéfices de l'ensemble des banques de l'UEMOA ont chuté de 52%, leur résultat net cumulé passant de 44,5 milliards de Fcfa en 1999 à 21,3 milliards en 2000. Les dix banques sénégalaises recensées au 31 décembre 2000 ont dégagé un bénéfice net cumulé de 16,8 milliards de Fcfa, représentant plus des trois quarts de l'ensemble des bénéfices réalisés par les banques de l'UEMOA pour l'année 2000. Quinze établissements composaient le paysage du secteur au 31 novembre 2000 : onze banques, trois établissements financiers et une mutuelle. Sa forte concentration est la raison d'une âpre concurrence, d'autant que la population sénégalaise est faiblement bancarisée : le taux de bancarisation est de 6% seulement, et le taux d'épargne nationale ne dépasse pas 13% du PIB. Le Sénégal se démarque cependant par le dépôt moyen par habitant le plus élevé de toute l'UEMOA. Il atteignait en 1999 près de 69 000 Fcfa, pour une moyenne régionale proche de 45 000. Membre de l'Union Économique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA), le Sénégal n'a pas d'autorité directe sur son système bancaire. Trois institutions et organes se répartissent à ce titre les compétences. Le Conseil des Ministres de l'UEMOA est habilité à prendre toutes dispositions en matière de réglementation prudentielle. En revanche, les modalités d'application de ces décisions sont définies par la Banque Centrale des États d'Afrique de l'Ouest (BCEAO). Celle-ci, outre battre monnaie et conduire la politique monétaire pour l'ensemble des pays membres de l'Union, partage avec la Commission bancaire de l'Union les fonctions de supervision et de surveillance du système bancaire. Remodelé en juin 1999, le dispositif prudentiel de l'UEMOA tient compte des règles internationales.

A ce titre, une banque ne peut détenir directement dans une entreprise une participation supérieure à 25% du capital de cette dernière ou à 15% de ses fonds propres de base. De plus, les fonds propres effectifs doivent au minimum être supérieures à 8% des risques nets pondérés en fonction de la qualité ou de la catégorie des contreparties, tandis que le risque maximal pouvant être pris sur une seule et même signature est limité à 75% des fonds propres effectifs.

Enfin, 75% des actifs immobilisés et autres emplois à moyen et long terme de la banque doivent obligatoirement être financés par des ressources stables.

## **B) La réglementation du système financier**

Les principaux indicateurs publiés<sup>2</sup> permettent de constater une forte hausse de l'activité des banques sénégalaises, qui les place au second rang de l'Union, derrière les banques ivoiriennes.

Ainsi, en 2000, l'ensemble des banques du Sénégal affiche 1.000 milliards de FCFA d'actifs (+ 4% par rapport à 1999), représentant 22% du total bilantiel des banques de l'UEMOA.

**Les fonds propres** ont connu une croissance ininterrompue depuis 1996, avec une moyenne annuelle de 13%.

**Les dépôts bancaires** des particuliers et des entreprises ont atteint 620,84 milliards de Fcfa en 2000 (+17%), représentant 21.7% du total de la région. Ils ont augmenté de 14.8% en moyenne depuis 1994.

**Les concours à l'économie** ont progressé de 28% sur la même période, atteignant 620 milliards de Fcfa en novembre 2000, et représentent un peu moins de 21% du total de l'UEMOA.

Par contre, les banques sénégalaises se situent au dessus de la moyenne de l'UEMOA pour de nombreux ratios de gestion, comme le ratio frais généraux/produit net bancaire (moyenne UEMOA : 46.0% ; Sénégal : 55.8%), le ratio frais de personnel/produit net bancaire (22.4% contre 28.8%), et le ratio dotations nettes aux provisions/résultat d'exploitation (24.2% contre 25.0%).

En outre, le coût moyen des ressources est supérieur à la moyenne de l'Union (2.3% au Sénégal contre 2.2% en moyenne UEMOA), tout comme le coût moyen de rémunération des dépôts (12.8% au Sénégal contre 12.2% pour l'ensemble des pays de l'Union). Mais c'est sans doute dans la gestion du portefeuille des prêts qu'elles accordent à leur clientèle que les banques sénégalaises réalisent leurs meilleures performances. En effet, la principale cause de la crise du secteur bancaire sénégalais avait été le non recouvrement de nombreuses créances. Ainsi, on évaluait en 1989 les prêts non performants à 120milliardsdeFcfa.

D'où la promulgation de la loi du 26 juin 1990 portant réglementation bancaire, la mise en œuvre du dispositif réglementaire et prudentiel adopté le 27 juin 1991 par le Conseil des

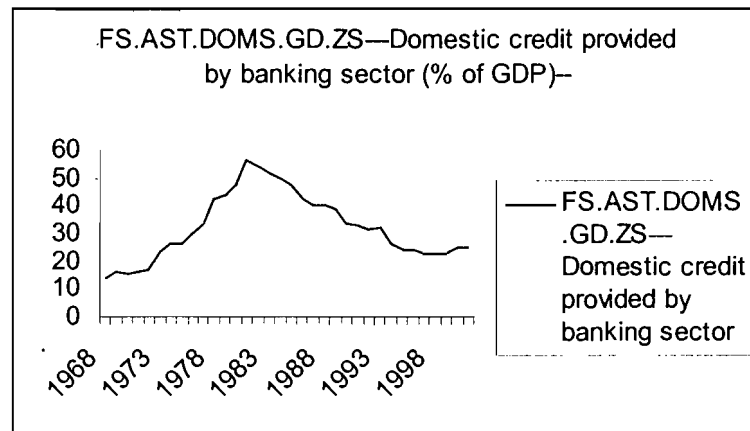
---

<sup>2</sup>Voir rapport annuel de la commission bancaire de L'UEMOA

Ministres de l'Union Monétaire Ouest Africaine (UMOA), et la liquidation de huit établissements sénégalais. Ces mesures d'assainissement permettent aujourd'hui aux banques sénégalaises de faire la différence par rapport à nombre de leurs concurrentes ouest-africaines, puisque le montant des pertes sur créances irrécouvrables s'élève à 1.9 milliards de Fcfa, soit seulement 3.5% des pertes. La qualité du portefeuille clientèle des banques sénégalaises s'est donc beaucoup améliorée, il est vrai au détriment de nombreux opérateurs économiques dont les dossiers ne sont pas jugés recevables. Ces derniers accusent les banques d'être frileuses alors que celles-ci s'estiment tout simplement prudentes face à la faiblesse des dossiers présentés. Et les banques se plaisent à rappeler que les crédits à l'économie ont atteint une croissance maximale cette année : en effet, la BCEAO a été obligée de revoir à la hausse ses taux directeurs en juin 2001 (taux d'escompte, taux de prise en pension et taux des réserves obligatoires) afin de freiner une activité de crédit inflationniste, car trois fois supérieure à l'activité économique.

Ces crédits se répartissent comme suit : 60% de crédits à court terme, dont 9% de crédits de campagne, 29% de crédits à moyen terme, 5% seulement de crédits à long terme, et 6% de crédits en souffrance (ces derniers sont en hausse de 35% par rapport à 1999). Même si l'agrément bancaire permet à l'ensemble des banques de distribuer tous les types de produits bancaires, on peut répartir les onze banques sénégalaises dans quatre catégories : les banques généralistes à réseau national, les banques à réseau ouest-africain, les banques d'affaires et les banques à vocation spécifique. Concernant l'évolution du crédit domestique dans son ensemble de 1968 à 2001, on note une croissance continue de 1968 à 1983 avec un pic atteignant 55% du Pib en 1983. Puis une chute sur la période 1983-2001 pour atteindre sa valeur la plus faible soit 24% du Pib en 1999 et entame une légère remontée à 25 % du Pib en 2001 (voir graphique ci-dessous).

**Graphique 2**



**Source : World Bank Indicator**



### **Chapitre III : La libéralisation financière et la demande de monnaie : Fondements théoriques et investigations empiriques.**

Ce que l'on appelle "l'Ecole de la libéralisation financière " ou, de manière identique, "l'Ecole de la répression financière ", recouvre à l'origine les travaux de R.I McKinnon [1973][21] et E. Shaw [1973][33]. Dans cette analyse, la libéralisation financière doit se substituer à la répression financière mise en place par de trop nombreux pays en voie de développement. Les deux auteurs sont en effet persuadés que de nombreux Etats des pays en voie de développement font peser des contraintes tellement fortes sur la sphère financière que celle-ci est incapable de se développer. Ces contraintes prennent, selon eux, deux formes principales :

- la fixation des taux d'intérêt nominaux au dessous du niveau qui permettrait d'équilibrer l'offre et la demande de fonds prêtables ;
- l'obligation de constituer des réserves obligatoires non rémunérées auprès de la banque centrale.

Les conséquences négatives de la répression financière sont nombreuses et une telle politique confinerait inmanquablement les pays qui la pratiquent dans les ornières du sous-développement. Ce que s'efforcent de démontrer McKinnon et Shaw, c'est que la répression financière conduit les agents domestiques à détenir des actifs improductifs ou des actifs non-monétaires plutôt que des dépôts bancaires. Ce faisant, les banques ne parviennent pas à collecter les ressources nécessaires à la satisfaction de la demande de crédits qui s'adresse à elles. L'offre de fonds prêtables est alors insuffisante ce qui est néfaste à l'investissement. En outre, si les autorités gouvernementales fixent les taux d'intérêt en dessous de leur valeur d'équilibre pour orienter les fonds vers tel ou tel secteur de l'économie, il s'en suit une mauvaise allocation des ressources : des investissements peu productifs sont financés alors que des investissements très productifs ne trouvent pas les fonds nécessaires à leur réalisation. Les deux auteurs prônent donc l'abandon de telles politiques. D'après eux, seul le libre jeu du marché est susceptible d'assurer une affectation optimale de l'épargne vers l'investissement. Nous nous proposons de présenter ici la théorie originelle de la libéralisation financière. Dans une première section, nous nous attacherons à présenter brièvement les travaux antérieurs qui ont pu influencer les fondateurs de la libéralisation financière. Puis, dans une seconde section, nous présenterons dans le détail les thèses de McKinnon et Shaw en soulignant les points communs mais aussi les différences qui peuvent exister entre leurs contributions respectives. Nous montrerons, notamment, qu'il peut exister un problème de compatibilité entre les deux

approches et que l'on réduit trop souvent l'analyse de McKinnon et Shaw aux seuls travaux de ce dernier.

## **Section 1 : La naissance de l'école de la libéralisation financière : les travaux de R.I McKinnon et E.Shaw**

Lorsqu'on parle de libéralisation financière, on pense aux travaux de R.I McKinnon [1973][21] et E. Shaw [1973][33]. Trop souvent, cependant, on a tendance à confondre les travaux respectifs des deux auteurs. S'il est vrai que leurs conclusions sont identiques, les deux théories n'en demeurent pas moins distinctes à bien des égards, notamment en ce qui concerne la définition de la monnaie. Cette section se propose de présenter en détail les théories respectives de McKinnon et Shaw. Nous verrons notamment que la théorie du premier est d'un abord moins facile que celle du second. Cette particularité explique peut-être pourquoi on a trop souvent tendance à confondre les deux approches.

### **A) Fragmentation de l'économie et complémentarité de la monnaie et du capital.**

Dans l'analyse de McKinnon [1973][21], l'épargne et, en particulier l'épargne financière, joue un rôle fondamental. En effet, la constitution d'une épargne financière constitue le préalable incontournable à tout investissement, ce dernier déterminant la croissance. Puisqu'il considère que l'épargne financière est au cœur du processus de développement économique, une attention toute particulière est portée à l'existence et aux modalités de fonctionnement du marché des capitaux domestiques. Comme il le précise lui-même au début de son ouvrage, il s'agit d'étudier "[...] les marchés de capitaux domestiques dans chaque pays en voie de développement et la manière dont les opérations conduites sur ces marchés sont influencées par les politiques monétaires et budgétaires" (1973, p. 2). Potentiellement, l'épargne financière domestique des pays en voie de développement, bien que limitée, serait suffisante pour permettre le décollage économique. Pourtant, la mise en place de politiques de répression financière, quand bien même elles paraissent légitimes aux autorités gouvernementales, éloigne l'épargne de ses emplois productifs, déprime l'investissement et compromet la croissance. Ces politiques prennent essentiellement deux formes : la fixation des taux d'intérêt réels en dessous de leurs niveaux d'équilibre concurrentiel et l'obligation pour le secteur bancaire de constituer des réserves non rémunérées auprès de la banque centrale. Tout au long de son ouvrage, McKinnon plaide donc en faveur du relâchement des contraintes qui pèsent sur les intermédiaires financiers

parce qu'il est convaincu que l'approfondissement financier et le développement économique sont intimement liés. La démarche de McKinnon comporte deux étapes distinctes.

— Dans la première, l'auteur se place dans une optique macro-économique. L'économie qu'il décrit alors se trouve, pour emprunter la typologie de Gurley & Shaw [1960] [15], dans un état de "finance rudimentaire". Dans ce contexte, l'autofinancement des investissements est absolu et la monnaie possède un statut tout à fait particulier : elle sert en effet de conduite à l'accumulation du capital. Compte tenu de cette fonction spécifique, la monnaie joue un rôle privilégié dans le processus du développement économique. Cependant, elle ne peut remplir son rôle qu'à la condition que le niveau des taux d'intérêt puisse se déterminer librement.

— Dans la deuxième étape (à partir du chapitre 7 de son ouvrage), l'auteur relâche la contrainte d'autofinancement et postule l'existence d'un système financier plus élaboré. Il aboutit aux mêmes conclusions qu'à l'étape précédente : le taux d'intérêt joue un rôle primordial dans le processus d'accumulation du capital et il est impératif que l'Etat ne vienne pas perturber la détermination de son niveau d'équilibre.

### 1) Fragmentation de l'économie, intervention de l'Etat et faiblesse de l'épargne domestique

McKinnon considère qu'un grand nombre d'économies en voie de développement connaissent des distorsions profondes et durables dans leur fonctionnement. C'est le cas, notamment, lorsque les infrastructures commerciales ou de communication sont insuffisamment développées. McKinnon qualifie ces économies de "fragmentées"<sup>63</sup>.

La fragmentation affecte tous les secteurs de l'économie. Elle prévaut également sur le marché des capitaux domestiques où elle se manifeste par la dispersion importante des taux de rendements des investissements. Dans cette situation, en effet, il n'existerait pas de taux d'intérêt unique ou de structure par terme des taux d'intérêt. Compte tenu du contexte, l'Etat peut trouver légitime d'intervenir dans la répartition des ressources globales (épargne) entre les différents secteurs : "Les autorités peuvent alors supposer que des investissements socialement désirables ne sont pas réalisés par le secteur privé parce que les prix courants ne reflètent pas la réalité de la rareté économique au moins pour de larges fractions de la population" (op. cit., p. 6). Si ce type d'intervention peut paraître légitime au gouvernement, il ne fait qu'aggraver la fragmentation existante : "Ainsi, la forme moderne de la fragmentation

---

<sup>3</sup> Cette fragmentation se définit comme une situation où il n'existe pas d'intégration géographique des marchés : les entreprises et les ménages sont tellement isolés les uns des autres qu'ils doivent faire face à des prix effectifs très différents pour la terre, le capital et les marchandises et qu'ils n'ont pas accès aux mêmes technologies" (op. cit., p. 5).

<sup>7</sup> op. cit., p. 11

est largement imputable à la politique gouvernementale et va au delà de la vieille distinction entre le secteur exportateur et le secteur de subsistance traditionnel” (op. cit., p. 7). Il en résulte une situation de cercle vicieux : plus l’intervention de l’Etat est importante et plus la fragmentation de l’économie est grande ; plus cette dernière s’accroît, et plus les autorités sont incitées à intervenir.

Compte tenu de cette fragmentation endémique, et, notamment, des distorsions qui existent sur le marché des capitaux, McKinnon préfère définir le développement économique comme la défragmentation du marché des capitaux : “[...] définissons le “développement économique” comme la réduction de la grande dispersion dans les taux de rendements des investissements privés existants et à venir” (op. cit., p. 9) . Avec cette définition, l’auteur place l’unification du marché des capitaux et donc des taux de rendement au centre de son analyse :

“Ainsi, nous supposons que l’unification du marché des capitaux, qui permet un accroissement des taux de rendements de l’épargne domestique grâce à l’élargissement des opportunités, est cruciale pour éliminer toutes les autres formes de fragmentation” (ibid.).

La fragmentation du marché du capital conduit McKinnon à aménager le modèle de Fisher [1930][7] de choix inter temporel de manière à tenir compte de la spécificité des économies en voie de développement. Dans le modèle de Fisher, en effet, l’entrepreneur maximise son utilité inter temporelle compte tenu de trois paramètres : sa dotation initiale, ses opportunités d’investissement et ses opportunités temporelles de prêt et d’emprunt. Or, dans une économie fragmentée, les liens entre ces trois paramètres sont distendus :

“Les entrepreneurs qui ont des opportunités potentielles de production manquent à la fois de ressources propres et de sources de financement externe ; quant à ceux qui disposent de dotations importantes, il peut leur manquer des opportunités de production “internes” [...] et n’ont pas de débouchés liés à des investissements externes pour des taux de rendement qui reflètent fidèlement la rareté du capital”.

Il en résulte une mauvaise allocation du capital existant et une réduction de l’incitation à une accumulation supplémentaire liés, d’une part, à la difficulté voire à l’impossibilité- d’accès au financement externe et, d’autre part, au fait qu’il existe des indivisibilités sur l’investissement. En effet, l’autofinancement en soi ne peut pas expliquer à lui seul la faiblesse de l’accumulation du capital. Même s’il se trouvait réduit à l’autofinancement complet, l’entrepreneur pourrait parvenir à dégager un surplus de revenu lui permettant de financer à la fois sa consommation et de constituer une épargne. Cette dernière pourrait permettre de

financer un investissement certes coûteux mais propre à améliorer de façon déterminante la technologie de production existante et donc à générer la croissance économique. Pourtant, d'après McKinnon, cela n'est possible que si l'investissement est divisible, i.e. s'il peut être financé "par morceau" grâce à des réductions marginales dans la consommation de chaque période. Dans le cas inverse, et compte tenu de la faiblesse structurelle du revenu de l'entrepreneur, l'investissement nécessitera une telle mise de fonds sur une seule période qu'il ne pourra pas être entrepris : "Compte tenu de l'importance des indivisibilités, des entrepreneurs isolés financièrement peuvent se trouver piégés dans une situation de faible niveau d'équilibre où l'innovation est totalement impossible sauf pour les agents les plus riches qui le deviennent de plus en plus"<sup>48</sup>.

Cette hypothèse d'indivisibilité des investissements se justifie par la nature de l'agent représentatif dans l'analyse de McKinnon. Ce sont, en effet, les petits paysans ou artisans qui sont au cœur de l'analyse. Contrairement aux modèles qui placent l'Etat au centre du processus de développement grâce au financement direct ou indirect des investissements (comme les modèles à double déficit de Chenery [1966][6], par exemple), c'est donc le petit agent privé qui, dans un environnement de marché parfait, détermine l'ampleur de l'accumulation du capital et donc la croissance. La conjonction des indivisibilités sur les investissements et de la difficulté d'accès au financement externe placent donc les économies des pays en voie de développement dans une situation particulière où l'accumulation du capital est fortement compromise : "Le point central est l'impossibilité virtuelle pour un fermier pauvre de financer grâce à son épargne courante la totalité de l'investissement nécessaire à l'adoption d'une nouvelle technologie. L'accès à des ressources externes est probablement nécessaire durant la première ou les deux premières années durant lesquelles le changement de technologie intervient. Sans cet accès au financement externe, la contrainte d'autofinancement biaise la stratégie d'investissement dans la mesure où elle ne favorise que des variations marginales dans la technologie existante" (ibid.). C'est dans ce contexte que la monnaie et la rémunération attachée à sa détention jouent un rôle fondamental. McKinnon bâtit son hypothèse de complémentarité entre la monnaie et le capital à partir de la critique de la théorie du portefeuille. La construction de la demande de monnaie attachée à cette théorie repose, selon McKinnon, sur quatre hypothèses fondamentales :

1. le marché des capitaux est parfait : il fonctionne sans coût et il existe un taux d'intérêt unique tel que les rendements des actifs réels et financiers -à l'exception de la monnaie- soient égaux. Par ailleurs, les fonctions d'épargne et d'investissement sont séparées et les actifs sont substituables dans le portefeuille des agents ;

2. l'ensemble des inputs et des outputs est parfaitement divisible. Les fonctions de production individuelles sont identiques ce qui suppose que tous les producteurs ont accès aux mêmes technologies de production et paient le même prix pour les facteurs de production ;
3. une partie de la demande de monnaie est une demande d'encaisses de transaction ;
4. enfin, la production d'encaisses réelles est virtuellement sans coût et est considérée comme de la monnaie externe émise par le gouvernement sans distinction entre les crédits et les dépôts.

Compte tenu de ces hypothèses, la monnaie et le capital sont considérés comme des actifs substituables.

Au regard de son concept d'économie fragmentée et des hypothèses qui lui sont attachées, McKinnon ne pense pas qu'une telle théorie puisse s'appliquer aux pays en voie de développement. Il préfère formuler une nouvelle fonction de demande de monnaie où les encaisses réelles et le capital sont complémentaires. La construction de cette nouvelle fonction de demande repose sur les trois hypothèses suivantes :

1. l'accès au financement externe est impossible. Toutes les unités économiques en sont donc réduites à l'autofinancement sans qu'il soit utile de distinguer entre épargnants et investisseurs ;
2. l'investissement, compte tenu de la petite taille des entreprises, est considéré comme indivisible ;
3. enfin, l'Etat ne participe pas directement à l'accumulation du capital. Les revenus fiscaux ou tirés du seignuriage ne servent qu'à financer sa consommation courante. Cette dernière hypothèse réduit l'action du gouvernement à la fixation discrétionnaire du rendement réel de détention de la monnaie (différence entre taux d'intérêt nominal servi sur les dépôts et taux d'inflation anticipé). La détermination de ce rendement se fait à la fois de manière directe (fixation du taux nominal servi sur les dépôts) et de manière indirecte (fixation de la croissance de l'offre nominale de monnaie donc de la croissance présente et anticipée du niveau général des prix).

Ainsi, un accroissement du rendement moyen du capital se traduit par une augmentation du désir de détention d'encaisses réelles parce qu'une épargne sous forme d'encaisses est nécessaire, ex ante, à la réalisation de tout projet d'investissement. Dans cette analyse, la monnaie et le capital sont donc complémentaires : "[...] si la monnaie est considérée comme une conduite grâce à laquelle l'accumulation du capital intervient -plutôt que comme un actif concurrent- la demande d'encaisses augmente pari pasu avec la productivité du capital

physique”<sup>94</sup> . Le rendement réel de détention de la monnaie joue, dans ce contexte, un rôle primordial : plus celui-ci est élevé, plus les agents vont être incités à détenir leur épargne sous cette forme. De fait, dans l’analyse de McKinnon, il n’existe pas de “monnaie” à proprement parler. Il n’existe qu’une épargne qui devient “monnaie” à la condition qu’elle soit déposée auprès des intermédiaires financiers. En conséquence, lorsque le taux d’intérêt réel servi sur les dépôts s’accroît, la constitution préalable de l’épargne/monnaie est facilitée et l’accumulation du capital est à la fois plus importante et plus rapide.

Cette première approche s’appuie sur un modèle volontairement simple comme l’attestent les hypothèses attachées à la reconstruction de la demande d’encaisses réelles. Lorsqu’on examine de près ces hypothèses et, en particulier, la première (pas de transfert de fonds entre épargnants et investisseurs et donc autofinancement absolu des investissements), on est cependant conduit à s’interroger sur la cohérence de la démonstration. En effet, au premier abord, l’absence de transfert de revenu entre agents à excédent et agents à déficit implique l’inexistence d’un système financier, que se soit sous la forme de marchés de titres primaires (finance directe) ou d’intermédiaires financiers (finance indirecte). Dès lors, le rendement réel de détention des encaisses ne peut se limiter, au mieux, qu’à un rendement nul. D’où la série de questions suivante : s’il n’existe pas d’intermédiaire financier, comment peut-il y avoir le moindre taux d’intérêt nominal servi sur les dépôts ? Et quand bien même un intermédiaire existerait-il (une banque publique ou une caisse d’épargne publique, par exemple), comment pourrait-il offrir la moindre rémunération sur les dépôts s’il n’exerce aucune activité de prêt (pas même à l’Etat -cf. hyp. 3) ? Cette incohérence ou, à tout le moins, ce manque de précision de McKinnon invalide-t-il la complémentarité de la monnaie et du capital dans les économies en transition ? La réponse est négative. Trois types d’explications peuvent être avancées :

— On peut imaginer un décalage temporel entre les dépôts des entrepreneurs. En d’autres termes, la banque pourrait rémunérer les dépôts d’un certain nombre d’agents grâce aux dépôts des autres compte tenu d’un hypothétique décalage temporel. Pour illustrer cette idée, supposons qu’un agent dépose un certain montant de dépôts le 1 janvier de l’année  $t$  et ne perçoive sa rémunération que le 31 décembre de cette même année. Dans l’intervalle, disons le 1 juin, un autre agent dépose le même montant et ne percevra sa rémunération que le 1 juin de l’année  $t + 1$ . Dans ce contexte, la banque peut rémunérer les dépôts du premier grâce aux dépôts du second. Cette solution paraît cohérente mais elle pose un certain nombre de

---

<sup>9</sup> op. cit., p. 60

problèmes. En premier lieu, la banque n'est toujours pas un intermédiaire financier car elle n'a pas d'activité de prêt. En second lieu, le système est potentiellement très instable. En effet, que se passerait-il si les agents réduisaient leurs dépôts au cours du temps où s'ils soldaient massivement leurs comptes ? La réponse est immédiate. La "banque" ferait immédiatement faillite. Cette explication n'est donc guère satisfaisante.

— Si l'on considère que le rendement de détention de la monnaie est, au mieux, nul (car  $d = 0$ ), monnaie et capital peuvent alors être des actifs complémentaires dans la mesure où tout investissement nécessite une accumulation préalable d'encaisses. L'Etat détermine alors directement le rendement de détention des encaisses dans la mesure où la politique monétaire qu'il poursuit affecte le taux d'inflation anticipé par les agents.

— On peut également imaginer qu'avec les dépôts ainsi collectés, la banque accorde des crédits à l'Etat destinés à financer sa consommation courante. De cette manière, l'entité envisagée est bien une banque qui utilise des ressources courtes pour financer des emplois longs. Mais cette explication fait de l'Etat le garant du fonctionnement de la banque. On imagine mal McKinnon souscrire à une telle hypothèse...

— Enfin, on peut supposer que, dans une économie fragmentée, l'accès au financement externe est certes difficile, mais non pas impossible. On peut donc imaginer, comme le fait E. Assidon [1996] [1], que, dans le modèle de McKinnon, l'autofinancement est dominant et pas absolu. Cette explication est, de loin, la plus satisfaisante bien qu'elle s'oppose diamétralement à la première hypothèse.

Lorsque l'économie connaît un système financier rudimentaire et que la fragmentation domine sur les marchés des capitaux, McKinnon assure donc que l'épargne, bien que potentiellement suffisante, est incapable de financer l'investissement productif parce qu'elle n'est pas centralisée par les intermédiaires financiers. Cette absence de centralisation de l'épargne n'est pas due aux banques elles-mêmes. Elle résulte uniquement de la politique de répression financière mise en place par les autorités et qui prend la forme d'une fixation arbitraire des taux nominaux et notamment du taux servi sur les dépôts en dessous de leur valeur d'équilibre. La libéralisation financière, en autorisant les banques à mieux rémunérer l'épargne, permet d'accroître l'investissement autofinancé aussi bien au niveau macro-économique qu'au niveau micro-économique. En effet, les petits paysans ou artisans vont, au niveau individuel, se détourner des actifs réels non productifs pour se tourner vers les dépôts bancaires.

A partir du septième chapitre de son ouvrage, McKinnon relâche l'hypothèse d'autofinancement des investissements. Ainsi, l'analyse n'est-elle plus exclusivement tournée



vers le petit entrepreneur<sup>10</sup>. “L’autofinancement” décrit relativement fidèlement la situation des pays sous-développés, pays dans lesquels il n’existe pas de marchés opérationnels des capitaux. A présent, la forme complète de la libéralisation financière nécessite de briser le confinement de l’autofinancement et d’envisager la circulation des fonds externes vers des petits et des grands investisseurs qui peuvent percevoir des rendements marginaux et intra marginaux élevés. Ainsi, on peut envisager l’existence d’un système monétaire plus coûteux fondé sur une forme extensive des prêts bancaires [...]”<sup>11</sup>. La fin de “Money and Capital in Economic Development” est donc consacrée aux problèmes de la transition dans le cadre d’une économie ouverte. Le système financier envisagé est bien évidemment plus complexe que dans l’hypothèse de finance rudimentaire. Celui-ci, essentiellement bancaire, permet des transferts effectifs de ressources entre les épargnants et les investisseurs. Dans le cadre d’un marché des capitaux parfait, et dans la foulée de Gurley & Shaw [1960][15], la présence d’intermédiaires financiers qui se font concurrence entre eux permet l’allocation optimale des ressources. Elle favorise, en outre, une accumulation nouvelle de capital. Encore faut-il que la banque puisse jouer pleinement son rôle. Là encore, le taux d’intérêt et, au delà, le comportement des autorités gouvernementales, jouent un rôle fondamental.

## 2) Intermédiation, répression financière et secteur informel

Même s’il existe un secteur bancaire qui sert d’intermédiaire entre les épargnants et les investisseurs, McKinnon constate que les activités de crédits des intermédiaires financiers sont considérablement limitées dans les pays en voie de développement. D’après lui, les banques n’ont, en général, que des activités de crédit extrêmement spécialisées : financement des activités exportatrices crédits de campagne, par exemple- ou importatrices, accompagnement des multinationales installées dans le pays ... mais aussi financement des déficits gouvernementaux et des entreprises publiques. Ces débiteurs privilégiés bénéficient de taux bonifiés et captent ainsi la plus grande partie des ressources bancaires. Comme il est impossible pour les banques de percevoir des taux débiteurs élevés, il leur est impossible de servir des taux d’intérêt élevés sur les dépôts. Par ailleurs, si l’inflation est importante, le rendement réel de détention de monnaie est faible (voire négatif). Au total, l’épargne financière est donc faible et, corrélativement, l’accumulation du capital est découragée. Cette rareté du crédit bancaire officiel conduirait les agents qui n’y ont pas accès à se financer sur le secteur financier informel. En effet, en l’absence d’un secteur officiel suffisamment

---

<sup>10</sup> “L’hypothèse d’autofinancement était un détour analytique intéressant pour montrer le caractère essentiellement complémentaire du capital physique et des encaisses réelles y compris la monnaie fiduciaire dont l’offre n’était pas associée à une expansion du crédit bancaire pour les investisseurs.

<sup>11</sup> op. cit., p. 68

développé, ce dernier constituerait la seule source de financement externe pour les entrepreneurs. Cependant McKinnon insiste sur le fait que les taux d'intérêt et les coûts de transaction y sont extrêmement élevés, et cela en dépit de relation d'information privilégiée entre prêteurs et emprunteurs.

L'Etat peut décider d'intervenir pour limiter l'influence du secteur informel. Par exemple, il lui est possible de mettre en place un arsenal juridique visant à interdire le transfert de la terre de l'emprunteur au prêteur lorsque le premier est incapable d'honorer le remboursement de sa dette. Bien souvent en effet, d'après McKinnon, le prêteur fixe un taux d'intérêt usuraire pour s'approprier à moindres coûts la terre convoitée du débiteur. Mais ces solutions ne sont pas efficaces. Au contraire, elles ne conduiraient qu'à limiter d'avantage l'accès au financement externe et donc à accroître la fragmentation de l'économie. En l'absence d'un développement suffisant du secteur bancaire, McKinnon insiste sur l'importance considérable du secteur informel en tant que source externe de financement. Plutôt que de le réprimer, McKinnon préconise plutôt son intégration dans le secteur officiel : "Tout comme les coopératives, les prêteurs d'argent [informels] ont une bonne information "interne" qui pourrait être efficacement utilisée grâce à la légalisation de leurs opérations au travers d'une levée des restrictions usuraires ou en permettant l'élargissement de la base de leurs crédits grâce à des emprunts auprès du secteur bancaire. De manière alternative, un système bancaire pourrait exploiter l'expérience des prêteurs d'argent en leur donnant un statut de représentants officiels des banques, comme cela a été le cas dans certains pays"<sup>12</sup>.

Néanmoins, cette solution constitue selon lui un optimum de second rang. Sa préférence va plutôt au développement du secteur bancaire, et donc à la levée des contraintes réglementaires qui pèsent sur son activité. Dès que la répression financière aura disparu -i.e. que le secteur bancaire sera un secteur concurrentiel capable de capter suffisamment de dépôts pour pouvoir accorder des crédits en quantité- le recours au secteur informel se fera plus rare. Le développement de l'activité bancaire devrait conduire à sa disparition. L'existence de celui-ci apparaît donc comme une conséquence de la répression financière. En d'autres termes, la libéralisation financière permet l'unification des marchés financiers. La meilleure stratégie consisterait donc, dès lors qu'il existe déjà un secteur bancaire dans la réalité, à laisser les taux d'intérêt se fixer à leur valeur de laissez-faire. Ainsi, ils pourraient refléter la rareté du capital et le coût lié à la recherche d'informations sur la qualité du débiteur. Des taux d'intérêt élevés, par ailleurs, élimineraient les investissements à faible rendement. L'Etat, pour sa part,

---

<sup>12</sup> op. cit., p. 78.

doit se limiter à une régulation de la croissance monétaire et budgétaire : l'inflation doit être stable et peu élevée. Il doit aussi mener une politique fiscale compatible avec le développement du secteur financier. Si ce dernier ne constitue qu'un réservoir de fonds alimentant les dépenses publiques, une partie des ressources bancaires sera captée par l'Etat au détriment du secteur privé. Il y a donc nécessité, d'après McKinnon, à promouvoir des politiques de libéralisation financière visant à réduire, ou mieux, à éliminer, une grande partie des contraintes réglementaires qui pèsent sur le secteur bancaire. De cette manière, la croissance de ce dernier est assurée et l'économie peut connaître une croissance durable. Empiriquement, McKinnon justifie son approche théorique par les expériences de libéralisation financière menées en Allemagne et au Japon (1953-1970), en Indonésie (1967-1969) et surtout en Corée du Sud (1964-1970).

D'après McKinnon, la libéralisation financière sud-coréenne se résume principalement à trois mesures :

- la dévaluation de la monnaie nationale ;
- l'accroissement des impôts et des charges sur les entreprises publiques qui a permis d'une part, l'accroissement de l'épargne domestique et d'autre part, une réduction de la dépendance de l'Etat vis à vis de la création monétaire pour financer son déficit ;
- enfin, la réforme bancaire de 1965 qui a notamment fait passer les taux servis sur les dépôts de 15 à 30%. Cela a permis un accroissement de l'épargne privée et un transfert de ressources du secteur financier informel vers le secteur bancaire officiel. McKinnon voit donc dans la politique économique coréenne le prototype de la libéralisation financière réussie.

### 3) **Libéralisation financière**, entrées de capitaux et taux de change

Dans la dernière partie de son ouvrage, McKinnon étudie les conséquences de la libéralisation financière dans le cadre d'une économie ouverte. A l'époque où il écrit son ouvrage, le monde connaît encore un régime de taux de change fixes. Comme il a été souligné précédemment, l'objectif de la libéralisation financière est de permettre au taux d'intérêt d'atteindre des valeurs permettant d'équilibrer l'offre et la demande de fonds prêtables. Concrètement, la politique de libéralisation financière doit donc se solder par un accroissement du taux d'intérêt réel. Cependant, cette mesure peut générer un différentiel positif entre le taux d'intérêt domestique et le taux d'intérêt étranger.

Si l'économie est ouverte sur l'extérieur et qu'il n'existe que peu ou pas d'entraves aux entrées de capitaux, ce différentiel positif peut provoquer un afflux massif d'épargne étrangère. Or, dans un système de taux de change fixes, la croissance de la masse monétaire

est conditionnée par l'évolution de ses contreparties<sup>13</sup>. Si les capitaux affluent, les réserves de change s'accroissent et la masse monétaire également par voie de conséquence. Ainsi, en l'absence de toute politique de stérilisation, la libéralisation financière peut-elle être à l'origine d'un processus inflationniste qui viendrait compenser l'impact positif de l'augmentation du taux d'intérêt nominal.

D'après McKinnon, la solution à ce type de problème réside dans le fait qu'aux yeux des investisseurs domestiques et étrangers le différentiel de taux d'intérêt réels n'apparaisse pas trop important. De cette manière, des entrées massives de capitaux ne viendraient pas entraver le processus de libéralisation financière : "Le problème crucial est de s'assurer que les valeurs des taux d'intérêt réels soient perçues comme proches par les investisseurs étrangers et domestiques. Les coûts d'opportunité qui relèvent du recours au financement extérieur sont dès lors valorisés plus fidèlement et, ce qui est le plus important, le contrôle de l'offre domestique d'encaisses nominales n'est pas remise en cause par des entrées massives de capitaux compte tenu de la libéralisation financière" (op. cit., p. 166).

Ce rapprochement entre les taux d'intérêt réels domestiques et étrangers peut être obtenu grâce à une dévaluation progressive et suivant un taux constant du taux de change. Grâce à cette mesure, en effet, les gains tirés par un investisseur qui emprunterait à l'extérieur à un taux d'intérêt plus favorable seraient en partie compensés par l'augmentation du coût lié à la dépréciation de la monnaie nationale. Ainsi, cette politique réduirait l'ampleur des entrées de capitaux et faciliterait le contrôle de la masse monétaire par la banque centrale (1973, p. 167). Ce que propose McKinnon, c'est donc de stériliser les entrées de capitaux grâce à la dévaluation progressive et continue du taux de change jusqu'à ce qu'il atteigne son niveau d'équilibre, i.e. que les rendements des actifs domestiques et étrangers soient égaux. L'Etat se voit donc chargé d'une nouvelle mission : assurer que les entrées potentielles de capitaux ne viennent pas annuler l'effet bénéfique de la hausse du taux d'intérêt domestique. Pour ce faire, il est même légitime que les autorités gouvernementales puissent avoir temporairement recours au contrôle administratif des entrées de capitaux : "Une véritable libéralisation totale du commerce extérieur (y compris les biens de consommation) et du secteur financier, associée à une dévaluation progressive et importante du taux de change et à une forte hausse des taux d'intérêt peuvent rendre temporairement nécessaires des mesures de court-terme de restrictions des entrées de capitaux. [...] Fort heureusement, le besoin et la désidérabilité de ces mesures extraordinaires vont diminuer au fur et à mesure que la libéralisation financière

---

<sup>13</sup> i.e. dans un système simplifié, par la variation des réserves de change de la banque centrale.

va permettre la réduction des anticipations inflationnistes, et que les taux d'intérêt domestiques vont pouvoir être réduits"<sup>14</sup>. Plutôt que de faire financer l'accumulation du capital par l'épargne extérieure, McKinnon préfère donc compter sur la mobilisation de l'épargne domestique : "Such unconventional wisdom is, of course, in accordance with my optimistic view that most poor countries can secure their own successful development."<sup>15</sup>

Près de vingt ans après "Money and Capital in Economic Development" et alors que plusieurs expériences de libéralisation financière avaient déjà été tentées, McKinnon indique ce qu'il faut, selon lui, retenir de son ouvrage de 1973. Au début du second chapitre de son ouvrage de 1991 (McKinnon [1991][23]), il résume ainsi les conséquences de la répression financière telles qu'elles avaient été décrites par Shaw et par lui-même au début des années soixante-dix.

Dans une économie fragmentée où sévit la répression financière :

- l'offre de fonds prêtables du secteur bancaire est réduite ce qui force les agents à autofinancer massivement leurs projets d'investissement ;
- certains secteurs de l'économie sont favorisés au détriment d'autres. Les premiers bénéficient, en effet, de taux d'intérêt bonifiés à cause de la politique d'orientation des fonds prêtables menée par les autorités gouvernementales ;
- les investissements étant supposés indivisibles, si le rendement réel de détention des encaisses monétaires est faible voire négatif, les entreprises vont avoir des difficultés à accumuler l'épargne monétaire. L'épargne étant la condition préalable à tout investissement ; les entreprises se tourneront plutôt vers l'accumulation d'actifs improductifs dont le coût de détention est important ;
- le recours au financement externe en dehors du système bancaire réprimé est impossible lorsque le risque de faillite des entreprises est grand ou lorsque l'inflation est élevée ou instable ;
- enfin, les entrées de capitaux étrangers peuvent être improductives. C'est le cas lorsque le marché domestique des capitaux ne fonctionne pas correctement et/ou que l'évolution des taux de change est imprévisible.

Vingt ans après son premier ouvrage consacré à la question, McKinnon considère donc toujours la répression financière, et la fragmentation de l'économie qui en résulte, comme un obstacle majeur au développement économique. Le comportement des autorités gouvernementales, notamment en ce qui concerne la répartition discrétionnaire des fonds

---

<sup>14</sup> op. cit. p. 169

<sup>15</sup> op. cit., p. 4

prêtables, est au centre de sa démonstration. La libéralisation financière apparaît comme une nécessité.

## B /“L’approfondissement financier” de E. Shaw

En 1973, Shaw publie “Financial Deepening in Economic Development”. A bien des égards, cette contribution apparaît comme complémentaire à celle de McKinnon. Avant tout autre chose, Shaw est convaincu de l’efficacité de l’économie de marché<sup>17</sup>.

“Financial Deepening in Economic Development” s’appuie principalement sur l’analyse élaborée en compagnie de Gurley en 1960 (Gurley & Shaw [1960][15]). Shaw reprend l’essentiel du canevas développé dans l’ouvrage et veut démontrer que le développement financier -ou “l’approfondissement de la finance” - est une des conditions pour que les économies sortent de leur état de “retard” :“Le thème de cet ouvrage est que le secteur financier d’une économie a une importance dans le développement économique. Il peut accélérer la croissance en apportant son concours à l’élimination de la pesante répétition de la performance d’une économie réprimée. A l’inverse, s’il est réprimé et si son fonctionnement est faussé, il peut empêcher et détruire les impulsions au développement”(1973, p. 3). L’approfondissement financier passe donc obligatoirement par l’abandon des politiques de répression financière. Dans ce contexte, la libéralisation financière consiste à faire tendre les marchés financiers vers la perfection. Elle doit, en effet, permettre l’abandon de la mainmise des autorités gouvernementales sur la sphère financière et instaurer la libre concurrence entre les institutions financières. Elle constitue une des conditions sine qua non du développement économique.

---

<sup>17</sup> Dès la préface de son ouvrage, il écrit : “C’est un ouvrage à l’ancienne mode. Il est néoclassique parce qu’il insiste sur le fait que les prix relatifs ont une importance dans le développement économique. Il est monétariste dans la mesure où il met l’accent sur le fait que la monnaie et ses prix relatifs affectent les aspects réels du processus de développement” (1973, p. vii) .

## 1) Economie en retard et répression financière

Dans une économie “en retard”, le secteur financier est réduit à sa portion congrue, ce qui résulte, d’après Shaw, des politiques de répression financière : “Un nombre important d’économie décentralisée dont les revenus et les richesses par tête sont faibles ont été attirée par des stratégies de développement conduisant à une “finance superficielle” (ibid.). Tout comme chez McKinnon [1973][21], la répression financière prend essentiellement la forme d’une fixation par les autorités des taux d’intérêt nominaux au dessous de leur valeur d’équilibre concurrentiel. Cette fixation des taux nominaux, accompagnée d’un taux d’inflation important lié à la perception du seigneurage (ou taxe d’inflation), rend les taux d’intérêt réels faiblement positifs, voire négatifs. Les conséquences négatives en terme de croissance économique et de développement de la sphère financière qui en résultent sont nombreuses :

— cela conduit à des sorties des capitaux domestiques qui restreignent l’offre de fonds prêtables pour les investisseurs les moins riches ;

— en second lieu, la fuite des capitaux et la faiblesse artificielle des taux d’intérêt réels font de l’autofinancement un phénomène dominant ;

— ensuite, la répression financière conduit à un rationnement du crédit bancaire (excès d’offre de titres primaires) : “[...] rationnement du crédit envers les emprunteurs, parfois compte tenu des diktats des autorités monétaires ou autres, parfois compte tenu des préférences des intermédiaires financiers”<sup>18</sup>. Comme, par ailleurs, les fonds prêtables disponibles sont orientés par l’Etat vers tel ou tel secteur de l’économie, les intermédiaires financiers ne s’attachent qu’à réduire le risque encouru et renforcent ainsi le rationnement du crédit : “La fixation effective des taux d’intérêt réels en dessous de leur valeur d’équilibre renforce l’aversion pour le risque et la préférence pour la liquidité des intermédiaires financiers. Les banques et les autres agents accordent une place privilégiée dans leur portefeuille aux créances des emprunteurs établis, en particulier aux entreprises commerciales qui ont long passé de stabilité. Ils ne sont que peu incités à l’exploration de nouvelles et moins certaines opportunités de prêts. Ils se contentent de transférer une large part de leurs ressources aux autorités monétaires, via la constitution de réserves excédentaires, ou de financer l’Etat, au travers de leurs détentions de titres publique”<sup>19</sup> ;

— ce type de politique est également à l’origine d’une partie du chômage dans la mesure où de faibles taux d’intérêt réels encouragent la substitution du capital au travail ;

---

<sup>18</sup> op. cit., p. 84

<sup>19</sup> op. cit., p. 86

— enfin, la répression financière force les agents à se tourner vers les marchés financiers informels qui ne “constituent que des substituts imparfaits au marché financier organisé”<sup>20</sup> ; Etant donné les conséquences négatives de la répression financière, Shaw considère qu’il est essentiel que la sphère financière puisse fonctionner convenablement, i.e. dans un environnement concurrentiel. L’ouvrage de Shaw est donc un véritable plaidoyer en faveur de la mise en place des politiques de libéralisation financière de manière à promouvoir le développement économique : “Une nouvelle stratégie qui permet, en autres choses, “d’approfondir la finance” -une stratégie de libéralisation financière - a toujours permis le développement”<sup>21</sup>.

## 2) La nécessaire **libéralisation financière**

L’impact positif de la libéralisation financière sur l’économie passe essentiellement par le canal du taux d’intérêt réel. Ce dernier doit pouvoir se fixer librement de manière à refléter fidèlement la rareté de l’épargne : “L’épargne est rare dans une économie en retard dans la mesure où, compte tenu des taux prêteurs qui existent dans la plupart des pays en développement, on peut trouver un excès de demande d’épargne pour financer des projets d’investissements dont les risques sont acceptables. Cette demande excédentaire qui règne sur le marché é [domestique]des capitaux peut être résorbé grâce à des niveaux plus élevés des taux prêteurs”<sup>22</sup>.

Les arguments de Shaw en faveur de la libéralisation financière sont résumés dans la proposition suivante : “Les arguments qui plaident en faveur de la libéralisation de la sphère financière sont que les prix qui reflètent la rareté de l’épargne [que la libéralisation financière permet d’atteindre] accroissent le taux d’épargne, améliorent l’allocation de l’épargne, conduisent à une substitution entre le travail et le capital et favorisent l’égalisation des revenus”<sup>23</sup>. Il est possible d’illustrer la pensée de Shaw dans le graphique présenté ci-après (cf. figure 2). De manière tout à fait classique, Shaw considère que l’investissement (I) est une fonction décroissante du taux d’intérêt réel (r). Quant à la fonction d’épargne, elle est supposée être une fonction croissante du taux de croissance -exogène dans ce graphique- de l’économie (g) et du taux d’intérêt réel. En cas d’augmentation de ce dernier, Shaw affirme que l’effet substitution va l’emporter sur l’effet revenu : “Les épargnants peuvent ignorer une augmentation transitoire, de l’ordre de 4 à 6%, dans les taux de rendement, mais il est peu probable qu’ils maintiennent les plans de consommation épargne quand les taux de

---

<sup>20</sup> op. cit., p.84

<sup>21</sup> op. cit., p. 4

<sup>22</sup> op. cit., p. 122

<sup>23</sup> op. cit., p. 121



rendements changent lorsqu'ils sont dans un contexte d'une réforme économique qui fait passer les taux de rendement d'un niveau négatif à 10 ou 15% ou même plus. Etant donné la rareté relative de la richesse dans les économies en retard, on ne peut pas supposer que l'effet revenu résultant de meilleurs taux de rendement parviennent à compenser l'effet substitution d'une plus grande richesse [demain] en échange d'une baisse de la consommation aujourd'hui<sup>24</sup>. Cependant, la fixation des taux d'intérêt réels (débiteurs et créditeurs) en dessous de leur valeur de marché réduit l'épargne et, par là même, l'investissement. Une partie de la demande d'investissement ne peut donc pas être satisfaite à cause d'une épargne insuffisante (segment [AB]). D'après Shaw, les projets financés auront un taux de rendement juste supérieur au taux d'intérêt réel  $r_1$  et ce, en raison du comportement excessivement prudent des banques souligné plus haut. Le passage de  $r_1$  à  $r_2$  illustre le desserrement de la contrainte étatique sur le secteur bancaire. L'augmentation du taux d'intérêt va permettre d'accroître l'épargne. Grâce à cet accroissement, le volume mais aussi la qualité de l'investissement vont augmenter. En effet, pour que la banque puisse servir un taux d'intérêt supérieur ( $r_2 > r_1$ ), il est nécessaire que les rendements de l'investissement soient plus élevés. Au total, l'augmentation du taux d'intérêt permet de réduire l'insuffisance de l'épargne ( $[CD] < [AB]$ ), stimule l'investissement et accroît le revenu.

Bien entendu, toute situation de demande d'investissement insatisfaite ne disparaît qu'à la condition que  $r$  se fixe à  $r$ , i.e. que le plafonnement disparaisse et que le taux d'intérêt puisse se fixer librement à sa valeur d'équilibre de marché. Cela conduit invariablement, d'après Shaw, à un taux de croissance de l'économie plus élevé. En effet, dans le système de laissez-faire, il s'établit à  $g$ . En conséquence, la libéralisation financière, parce qu'elle se traduit par une augmentation du taux d'intérêt réel, permet à la fois d'accroître l'épargne domestique privée et d'améliorer l'allocation de celle-ci<sup>25</sup>. Par ailleurs, en permettant le développement financier :

— elle conduit à une plus grande diversification et à une maturité plus longue des produits financiers qui favorisent les prêteurs et les emprunteurs : “On constate un accroissement des maturités, et une plus grande variété de débiteurs parvient à accéder aux marchés financiers. Le menu des actifs financiers se diversifie de telle manière que les emprunteurs

---

<sup>24</sup> op. cit., p. 73

<sup>25</sup> : “la libéralisation ouvre la voie à de meilleures allocations de l'épargne en élargissant et en diversifiant les marchés financiers sur lesquels les opportunités d'investissement se font concurrence pour obtenir le flux d'épargne” (op. cit., p. 10).

peuvent ajuster les structures de leurs dettes et les prêteurs leurs portefeuilles par des variations marginales relativement faibles”<sup>26</sup> ;

- elle inverse le flux des capitaux en permettant l’entrée des capitaux étrangers plutôt que la fuite des capitaux domestiques : “les mouvements des capitaux domestiques est inversé et l’accès aux marchés de capitaux extérieurs est facilité à partir du moment où les distorsions dans les prix relatifs, comme les taux d’intérêt ou les taux de change, sont corrigées”<sup>27</sup> ;

- elle réduit le recours au secteur financier informel qui, dès lors, n’a plus de raison d’être. Elle permet donc une intégration du marché domestique du capital et ce, pour deux raisons. Elle tend à égaliser les taux d’intérêt : “les différentiels entre les taux tendent à diminuer –par exemple, entre les taux prêteurs et les taux servis sur les dépôts et les taux pratiqués sur le secteur financier informel” (ibid.). Elle tend également à provoquer l’égalisation des taux de rendements des investissements qui permet l’unification du marché financier domestique :

“la croissance financière permet l’unification du marché des capitaux. Elle réduit les différences inter-régionales et intersectorielles dans les rendements des investissements et accroît les rendements moyens”<sup>28</sup> ;

- enfin, la libéralisation financière permet aussi l’émergence d’institutions financières spécialisées dans telle ou telle fonction. En d’autres termes, elle permet la diversification institutionnelle évoquée par Gurley & Shaw [1960][15]. En outre, la spécialisation relative des agents financiers est à l’origine d’économies d’échelle qui vont permettre une réduction du coût de production des services financiers : “L’approfondissement suppose la spécialisation dans des fonctions financières et dans des institutions, et un gain des institutions et des marchés domestiques organisés par rapport aux marchés étranger et informel”<sup>29</sup>. L’analyse de Shaw est donc sans équivoque : le salut vient du marché et toute politique de développement économique fondée sur l’interventionnisme de l’Etat, notamment en ce qui concerne l’allocation des ressources, est non seulement inefficace, mais encore un facteur de sous-développement.

---

<sup>26</sup> op. cit.,p. 7

<sup>27</sup> op. cit.,p. 9,10

<sup>28</sup> op.cit, p 74

<sup>29</sup> op.cit., p.8

## 2) Le problème de la compatibilité des analyses de McKinnon et Shaw

Les approches respectives de McKinnon et Shaw semblent à priori comparables du point de vue macro-économique : la déréglementation de la sphère financière permet la croissance de l'épargne intermédiée qui autorise à son tour un plus grand volume d'investissement et l'approfondissement financier.

En outre, les deux visions mettent un accent identique sur le rôle central des intermédiaires financiers qui, dans le cadre d'un marché financier parfait, sont susceptibles de permettre l'allocation optimale des ressources. Enfin, les deux auteurs insistent sur la nécessaire unification des marchés financiers qui est supposée stimuler la croissance. La présentation en détail qui vient d'être réalisée montre cependant que c'est essentiellement à Shaw que l'on fait référence lorsqu'on évoque la théorie de la libéralisation financière. En effet, on ne retient généralement du concept de libéralisation financière que l'idée selon laquelle la déréglementation de la sphère financière doit permettre une augmentation de l'offre de crédits des intermédiaires financiers. Cette idée se trouve principalement dans l'analyse de Shaw alors qu'elle n'est que seconde dans la théorie de McKinnon dans la mesure où l'essentiel de sa démonstration se fait dans le cadre d'une économie où l'investissement est autofinancé.

En outre, il existe une différence fondamentale entre les deux analyses qui peut rendre, au premier abord, leur substantialité douteuse. Chez Shaw, même si le système financier est initialement peu développé, il existe cependant des intermédiaires financiers créateurs d'encaisses grâce à la distribution du crédit. C'est le fameux modèle "d'intermédiation de la dette".

Pour reprendre une distinction qu'il a lui-même créée en compagnie de Gurley (Gurley & Shaw [1960][15]), la monnaie est alors "interne"<sup>30</sup>.

Ainsi, dans le modèle de Shaw, la demande d'encaisses réelles se définit donc de la manière suivante :  $\mu MP_d = f(Y_p, r_c, r, d_n, m, t)$  avec  $Y_p$ : richesse ou revenu permanent,  $r_c$ : taux de préférence inter temporel du consommateur,  $r$ : coût d'opportunité réel de détention de la monnaie,  $d_n$ : taux de rendement des actifs financiers non-monétaires,  $r_m$ : taux de rendement réel de détention de la monnaie (taux d'intérêt réel servi sur les dépôts) et  $t$ : gain de productivité dans l'industrie monétaire ou monétisation plus importante de l'économie.

La demande d'encaisses réelles est supposée croissante de la richesse ( $Y_p$ ), de son rendement réel ( $r_m$ ) et du choc de productivité exogène dans la production monétaire ( $t$ ). Par ailleurs,

---

<sup>30</sup> "Le modèle d'intermédiation de la dette [DIV] [...] considère la monnaie non comme une richesse, mais comme une dette du système monétaire" (op. cit., p.47).

c'est une fonction décroissante de  $r_c$ ,  $r$  et  $d_n$  dans la mesure où ces trois variables constituent des coûts d'opportunité réels de détention des encaisses.

Dans cette fonction, contrairement à ce qui se passe chez McKinnon [1973][21], la complémentarité entre monnaie et capital n'apparaît donc pas. Bien au contraire, les deux variables sont substituables conformément à ce que McKinnon appelle la théorie "classique" de la monnaie, c'est à dire la théorie du portefeuille. Cette différence fondamentale tient au système financier envisagé. Dans son économie fragmentée, McKinnon suppose que le crédit bancaire n'existe pas parce que tous les agents sont réduits à l'autofinancement. La monnaie est "externe" (il n'y a pas d'intermédiation) et l'investissement requiert une accumulation préalable. C'est le fameux effet d'adduction entre la monnaie et le capital. Chez Shaw, en revanche, même s'il autofinancement existe, il ne constitue pas la règle de l'économie. Dès lors, monnaie et capital sont des actifs substituables et pas complémentaires. Reste à déterminer si les deux approches sont entièrement compatibles. Selon Molho [1986][27], ces deux visions sont complémentaires en dépit du fait qu'elles s'appuient sur des niveaux de développement de la sphère financière différents : "D'un côté, l'hypothèse de complémentarité de McKinnon met l'accent sur le rôle [positif] des dépôts dans l'encouragement de l'investissement autofinancé. Un accroissement dans le taux servi sur les dépôts stimule la demande de capital dans la mesure où elle rend l'accumulation d'épargne plus attractive et qu'elle accroît le volume de l'investissement autofinancé. De l'autre côté, le modèle d'intermédiation de la dette de Shaw, se focalise sur l'impact de l'accumulation des dépôts sur la capacité potentielle de crédits des intermédiaires financiers. Des taux d'intérêt plus élevés encouragent l'augmentation du volume des dépôts bancaires, qui, à son tour, permet d'accroître le volume des crédits, et donc la stimulation de l'investissement financé de manière externe. Bien que les thèses respectives de McKinnon et Shaw mettent l'accent sur des aspects différents du processus d'accumulation de l'actif et du passif financiers, il est clair que ce qui précède que ces deux théories doivent être considérées comme complémentaires plutôt que comme concurrentes" (1986, p. 102). Même si la compatibilité semble acquise pour Molho, il subsiste cependant le problème lié à la nature différente de la monnaie dans les deux modèles. Comme le souligne Fry [1995][8] pour que les deux approches soient complémentaires, il est nécessaire d'interpréter le modèle de McKinnon en considérant que la monnaie est interne, i.e. que l'autofinancement soit dominant et pas la règle de l'économie : "Cependant, pour que cette compatibilité existe, le modèle de McKinnon doit être interprété comme un modèle avec monnaie interne dans lequel il existe des contraintes d'endettement et

des indivisibilités qui empêchent certains emprunteurs d'emprunter la totalité de ce qu'ils souhaitent pour financer tels ou tels investissements lourds" (1995, pp. 22,23).

Même si, comme nous venons de le voir, les deux approches peuvent poser un problème de compatibilité, les travaux de McKinnon et Shaw ont ouvert une voie dans laquelle un grand nombre d'auteurs se sont engagés. L'ensemble de ces auteurs forme, avec les deux pères fondateurs, l'école dite de "la répression financière". La section suivante est consacrée à la présentation des travaux des "héritiers" de McKinnon et Shaw.

#### 4) Autres approches de la libéralisation financière

A la suite de la parution, en 1973, des travaux de McKinnon et Shaw, un nombre important d'économistes, convaincus du bien-fondé des travaux des deux auteurs, ont tenté de les développer et de les enrichir. Ces travaux sont publiés entre la deuxième moitié des années soixante-dix et le début des années quatre-vingt-dix.

En 1977, Galbis élabore un modèle où coexistent deux secteurs productifs : un secteur "traditionnel" où le rendement du capital est constant mais faible et un secteur "moderne" où le rendement du capital, bien que constant lui aussi, est plus élevé. Le but de Galbis est de montrer que la répression financière a des conséquences néfastes sur l'efficacité moyenne de l'investissement global. Cette dernière prend, comme chez McKinnon [1973][21] et Shaw [1973][33], la forme d'une fixation des taux d'intérêt réels en dessous de leur valeur d'équilibre de marché. Le premier secteur autofinance totalement ses investissements. Il lui est impossible d'avoir accès au financement intermédié. Les entrepreneurs de ce secteur décident d'investir si le rendement réel ( $r_t$ ) de leurs investissements est supérieur au rendement réel ( $d - .P$ ) du seul actif alternatif à leur disposition, i.e. les dépôts bancaires. Contrairement au modèle de McKinnon et conformément au modèle de Shaw, les deux actifs sont donc considérés comme substituables. Le secteur moderne, quant à lui, finance ses investissements grâce à des prêts bancaires et à ses fonds propres<sup>6</sup>. Le montant global et le coût des prêts accordés par les intermédiaires financiers au secteur moderne dépendent directement des dépôts qu'ils parviennent à collecter. L'investissement du secteur moderne est donc déterminé à la fois par le rendement réel interne du capital ( $r_m$ ) et par le taux d'intérêt réel débiteur.

Si le gouvernement maintient artificiellement bas le taux d'intérêt réel servi sur les dépôts, les entrepreneurs du secteur traditionnel vont investir d'avantage et donc déposer moins auprès des banques. Ces dernières, voyant leurs ressources se réduire, vont augmenter le taux débiteur qu'elles pratiquent. L'investissement du secteur moderne va donc diminuer, à la fois

à cause de la hausse du taux exigé sur les prêts, mais aussi parce que les fonds propres des entreprises vont diminuer. Le rendement du capital du secteur moderne étant supposé meilleur que le rendement du secteur traditionnel, la répression financière se traduit donc par une diminution de la qualité moyenne de l'investissement global. A l'inverse, la libéralisation financière (hausse des taux servis sur les dépôts) conduit à un accroissement de la productivité moyenne de l'investissement parce qu'elle se traduit par un déplacement de l'épargne du secteur traditionnel vers le secteur moderne. L'analyse de Galbis paraît relativement proche des travaux de McKinnon [1973][21]<sup>31</sup>. De ce point de vue, il est également proche des thèses de Shaw [1973][33].

Par ailleurs Kapur [1976][16], [1983][17] et Mathieson [1979][25],[1980][26] sont les premiers économistes à introduire un aspect dynamique dans l'analyse de McKinnon et Shaw. Le modèle de Kapur [1976] est construit de la manière suivante. Il suppose que le capital se décompose en capital fixe et en capital circulant et qu'une fraction du premier est inutilisée. Ainsi, le capital circulant constitue la contrainte qui pèse sur le niveau de la production. Les intermédiaires financiers sont au cœur du processus d'investissement en capital circulant. En effet, ces derniers sont supposés financer les achats de capital qui prennent deux formes distinctes. D'une part, il est nécessaire de remplacer le capital circulant épuisé au cours du processus de production. La banque accepte de financer ce remplacement à hauteur d'une proportion fixe notée  $\theta$ , le reste  $(1 - \theta)$  étant financé par des emprunts sur un marché libre moyennant le paiement d'un taux d'intérêt. D'autre part, les banques financent, grâce aux crédits qu'elles accordent, toute utilisation supplémentaire en capital circulant destinée à accroître le volume de la production.

Le bilan des intermédiaires financiers se décompose comme suit. A l'actif des banques figurent les prêts qu'elles accordent et les réserves qu'elles sont tenues de constituer auprès de la banque centrale. Leur passif, quant à lui, est constitué des dépôts du public. Tout comme chez McKinnon et Shaw, le rendement réel servi sur les dépôts a une importance considérable : si ce dernier est trop faible -parce que le taux nominal est fixé arbitrairement bas ou parce que l'inflation est trop importante- les ressources du système bancaire diminuent, entraînant une baisse du volume des crédits distribués. Les entrepreneurs sont alors dans l'incapacité d'investir dans le capital circulant et le taux de croissance de l'économie en pâtit. En outre, les autorités gouvernementales fixent le taux des réserves obligatoires. Si ce dernier est trop

---

<sup>31</sup> En effet, ce qui est étudié ici, c'est la partie décroissance de la courbe, i.e. le moment où le rendement réel des dépôts est supérieur au rendement optimal, ce qui rend à nouveau substituables la monnaie et le capital. Galbis met en outre l'accent sur les conséquences de la répression financière sur l'efficacité de l'investissement plutôt que sur sa quantité.

élevé, le volume des crédits distribués diminue, l'investissement ralentit et là encore, la croissance s'en trouve ralentie.

La répression financière se traduit donc par une perte de croissance. Il en va de même lorsque l'inflation est trop importante. Dans cette configuration, deux types de politique sont possibles :

— la première consiste à réduire le taux de croissance de la masse monétaire. Cela se traduit par une diminution du volume des crédits distribués par les intermédiaires financiers, par une réduction de la base monétaire et donc par celle du taux de croissance de l'économie.

— la deuxième consiste à laisser le taux réel servi sur les dépôts atteindre son niveau d'équilibre concurrentiel. La libéralisation financière permet alors un accroissement de la demande d'encaisses réelles et donc une augmentation de la demande de dépôts bancaires. Cet accroissement de la demande d'encaisses a deux conséquences positives : d'une part, les intermédiaires financiers disposent alors d'un montant de ressources supérieur qui constitue une source supplémentaire de crédits ; d'autre part, l'inflation diminue.

Pour Kapur [1976], la seconde stratégie, i.e. la libéralisation financière, est préférable à la première. En effet, outre son impact positif sur l'inflation, elle permet stimuler l'investissement et donc la croissance.

Contrairement à Kapur, Mathieson [1979], [1980] suppose, quant à lui, que la totalité du capital fixe est utilisée. Dans ce contexte, les intermédiaires financiers, grâce aux prêts qu'ils accordent, financent partiellement tout type d'investissement qu'il soit en capital fixe, en capital circulant ou destiné à remplacer le capital détruit au cours du processus de production. Le reste du financement de l'investissement est assuré, comme chez Kapur, par l'épargne propre des entreprises. Plus le volume d'investissement est élevé et plus la croissance de l'économie est importante.

L'investissement dépend du rendement -supposé constant- du capital et du taux d'intérêt réel prêté par les banques. Lorsque le rendement du capital s'accroît, l'investissement augmente. Une augmentation de l'inflation anticipée produit le même effet car elle réduit le taux d'intérêt réel demandé par les banques sur les prêts qu'elles accordent. A l'inverse, un renchérissement du coût réel du crédit décourage l'investissement. L'offre de fonds prêtables par les intermédiaires financiers, quant à elle, est influencée positivement par le volume des dépôts -qui croît avec la rémunération réelle servie sur ces derniers- et négativement avec le coefficient de réserves obligatoires exigé par la banque centrale. La confrontation de l'offre et de la demande de fonds prêtables détermine le taux d'intérêt réel servi sur les dépôts. Ce dernier est une fonction croissante de la part de l'investissement financée par les banques et

du taux de réserves obligatoires. A l'équilibre, si le taux servi sur les dépôts s'accroît - consécutivement à une augmentation du taux de réserves obligatoires, par exemple-, le taux exigé sur les prêts augmente, ce qui déprime l'investissement et, par voie de conséquence, le taux de croissance de l'économie. La répression financière peut donc prendre la forme d'un plafonnement du taux prêteur. Dans ce cas, le taux d'intérêt servi sur les dépôts se fixe en dessous de son niveau d'équilibre car les banques tentent de préserver leur marge. La rémunération des dépôts diminuant, les agents sont moins incités à déposer auprès des banques. L'offre de crédits diminue et le stock de capital est inférieur au niveau atteint dans la situation où les deux taux d'intérêt se déterminent librement.

La libéralisation financière paraît donc souhaitable, même si elle peut s'accompagner, d'après Mathieson, d'un problème de stabilité financière à court terme. En effet, si les taux d'intérêt s'élèvent à cause de la libéralisation financière, les banques peuvent connaître un problème de rentabilité à court-terme. Comme le souligne Mathieson, dans une situation de répression libéralisation financière les intermédiaires financiers ont pu consentir la plus grande partie de leurs prêts à taux fixe, peut-être dans la crainte d'une nouvelle baisse discrétionnaire des taux. A court-terme, il leur est donc impossible de répercuter la hausse des taux d'intérêt consécutive à la libéralisation. Handicapées du côté des emplois, les "anciennes" institutions financières peuvent aussi connaître des difficultés du côté de leurs ressources. La libéralisation financière suppose, en effet, l'introduction de la concurrence dans le secteur bancaire. Les nouveaux entrants dans la branche vont tenter de capter les dépôts des banques déjà en place en les rémunérant davantage. Mathieson en conclut qu'à court-terme, un certain nombre d'institutions financières peuvent se retrouver en situation de faillite. Pour faire face à ce type de difficulté, Mathieson propose que les taux d'intérêt exigés sur les prêts soient temporairement fixés au dessus de leurs niveaux d'équilibre stationnaire de manière à compenser les pertes liées au stock existant de prêts consentis à taux fixe. Ce sur ajustement du taux d'intérêt se réduira à mesure que le stock de prêts à taux fixe consentis avant la libéralisation financière s'épuisera. Par ailleurs, l'écart entre le taux sur les prêts et le taux sur les dépôts attirera de nouveaux entrants accélérant l'introduction de la concurrence dans le secteur.

Si ce type d'argument paraît pertinent sur le papier, on peut, semble-t-il, légitimement s'interroger sur son caractère opérationnel dans la réalité.

En effet, le surcroît de marge qui résulte d'une telle mesure peut inciter les banques à abandonner une partie de leur prudence en finançant des investisseurs dont les rendements des projets sont plus rentables mais également plus risqués. Lorsque cette marge exceptionnelle



disparaîtra, rien ne prouve que la situation (peut-être difficile) des intermédiaires financiers n'incitera pas les autorités à maintenir l'écart entre les deux taux d'intérêt de manière à assurer la pérennité du système financier.

Les modèles de Kapur [1976][16] et Mathieson [1979][25], [1980][26] aboutissent donc globalement à la même conclusion : pour que la croissance soit stimulée, il est nécessaire que les taux d'intérêt puissent se fixer librement dans un univers compétitif, même si cela doit s'accompagner de mesures de court-terme visant à assurer la stabilité de la sphère financière. Toute forme de répression financière, qu'elle s'exerce au travers de la fixation des taux nominaux ou d'un taux de réserves obligatoires trop important, a donc des conséquences négatives sur l'économie.

Globalement, le contenu informatif de ces deux modèles demeure relativement limité. En effet, alors que le modèle de Galbis [1977][10] s'attachait à décrire les conséquences positives de la libéralisation financière sur la qualité de l'investissement, les analyses de Kapur et Mathieson portent sur la quantité de celui-ci.

Mathieson [1979][25] et Kapur [1983][17] ont également analysé les conséquences de la libéralisation financière dans le cadre d'une économie ouverte.

Le principal apport des deux modèles 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 libéralisation financière provoque un renchérissement du coût du crédit. Les entreprises domestiques et, dans une moindre mesure, les particuliers - sont alors fortement incités à emprunter à l'extérieur du pays. La libéralisation financière peut donc se traduire par des entrées massives de capitaux - d'une ampleur comparable à celle connue par la Corée du Sud dans les années soixante ou le Chili dans les années soixante-dix - qui sont susceptibles d'alimenter des pressions inflationnistes. En effet, dans un système de changes fixes et dans la mesure où la balance globale des paiements devient, toutes choses égales par ailleurs, 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 potentiellement générateur d'inflation. La hausse des prix réduit alors le niveau des taux d'intérêt réels, ce qui peut conduire à une nouvelle hausse des taux nominaux au-dessus de leur niveau d'équilibre destinée à compenser cette hausse des prix. Pour éviter ce problème des surajustement des taux nominaux, Mathieson préconise une dévaluation importante - "overdepreciation" - de la monnaie pour accompagner la politique de libéralisation financière. Cette dévaluation permettrait, d'après lui, de réduire les entrées de capitaux, et donc, la hausse non désirée des taux d'intérêt. Cependant, là encore, il est légitime de s'interroger sur l'impact

d'une telle mesure. Compte tenu de cette sur-évaluation, les investisseurs étrangers peuvent tout à fait anticiper une réévaluation du taux de change à plus ou moins court terme. Si tel est le cas, la sous-évaluation provisoire du taux de change peut les inciter à placer leurs capitaux dans le pays pour pouvoir bénéficier des gains potentiels liés au retour du taux de change d'équilibre.

Dans cette première sous-section, nous nous sommes attachés à présenter quelques modèles qui, pour la plupart, semblent avoir été plus inspirés par l'idée de "financial deepening" de Shaw que par la complémentarité de la monnaie et du capital de McKinnon. En outre, ces différents modèles sont relativement proches des thèses des deux fondateurs de l'Ecole de la libéralisation financière. De ce point de vue, la critique que leur adresse Balassa [1993][2] paraît globalement fondée<sup>32</sup>. Seul Mathieson [1979][25] parviennent à enrichir les thèses fondatrices.

Les différents modèles présentés ici sont relativement "anciens" dans leur conception. D'autres auteurs ont tenté d'asseoir le concept de libéralisation financière sur des concepts économiques plus récents. Roubini & Sala-i-Martin [1992][30], [1995][31], en particulier, étudient l'impact de la répression financière sur la croissance de long-terme dans le cadre de la croissance endogène.

Wong a formulé en 1997 dans son article intitulé « Demand for money in developing contry » une fonction de demande de monnaie pour les pays en développement où le taux d'intérêt est inopérant.

Il a ainsi vérifié le rôle du crédit restreint dans la fonction de la demande de monnaie dans une économie où les ajustements sont partiels.

L'hypothèse principale est l'existence d'un rationnement du crédit et d'une substitution entre la monnaie et les actifs réels.

- Wong propose ainsi une forme alternative de fonctions de demande de monnaie c'est à dire un modèle général d'estimation de la demande de monnaie.

Un simple modèle reflétant les caractéristiques des pays en développement est spécifié comme suit :

$$M = g(Y, CR, U)$$

Le caractère distinctif de la fonction de demande de monnaie dans ce modèle en comparaison avec plusieurs autres modèles qui apparaît dans la littérature est l'inclusion du crédit restreint comme une variable explicative

---

<sup>32</sup> il s'agit plus d'une modélisation des idées originelles que de recherche de nouvelles légitimités.

Cette variable inter-temporelle remplace le rôle du taux d'intérêt dans la fonction de demande de monnaie.

Dans une économie où la marche financière est embryonnaire ou le taux d'intérêt d'emprunt ou le taux des dépôts des banques est fixé, le taux d'intérêt observable cesse d'être la variable de liaison entre les revenus et les actifs alternatifs.

Ainsi le degré de restriction du crédit est pris comme une variable explicative.

Plusieurs variables proxy pour le degré de restriction du crédit peuvent être considérées. On peut noter :

$$CR1_t = d_t$$

$$CR2_t = D_t/D_t,$$

$$CR3_t = DC/Y_t,$$

$$CR4_t = 1 - DC_t/Y_t,$$

$$CR5_t = dDC_t / DC_{t-1}$$

$$CR6_t = dY / Y_{t-1} - dDC / DC_{t-1}$$

$$CR7_t = RM_t / DCB_t$$

$$CR8_t = dRM_t / RM_t - dDCB_t / DCB_{t-1} ,$$

$$CR9_t = dDE_t / DE_{t-1}$$

$$CR10_t = DE_t / Y_t$$

$d$  = taux d'escompte de la banque centrale

$D$  = total des dépôts bancaires

$D$  = expected deposits of banks

$DC$  : crédit domestique du système bancaire

$DCB$  = crédit domestique des banques

$RM$  = la monnaie de réserve (monnaie en circulation plus réserves)

$DE$  = débits des banques

La meilleure variable proxy pour le degré de restriction du crédit dans la fonction de demande de monnaie nominale est le crédit domestique négatif sur le revenu est  $CR3$  pour la Corée et les Philippines et le Sri Lanka ;

Le ratio de croissance négatif du crédit  $CR5$  en Taiwan et la réciproque du multiplicateur du crédit en Thaïlande. Les coefficients de ces variables sont significatifs avec un niveau de 1 % en Corée, les Philippines, Sri Lanka et Thaïlande. Les coefficients de la réciproque du multiplicateur de crédit  $CR7$ , la différence entre le taux de croissance des réserves de monnaie et le taux de croissance du crédits bancaire, et le taux de croissance du crédit bancaire, et le taux de croissance des débits bancaires  $CR9$  sont seulement significatif à un niveau de 5%.

· dans, respectivement les philippines, la Thaïlande et a Corée. Dans la fonction de demande réelle de monnaie. Les meilleures variables proxy pour le degré de restriction du crédit sont les mêmes.

Le coefficient du crédit domestique négatif CR3 est encore significatif avec un niveau de 1% en Corée, les philippines et le Sri Lanka .le coefficient de la réciproque du multiplicateur de crédit CR7 est significatif avec un niveau de 5% en thaïlande. Le coefficient négatif du taux d'expansion du crédit devient insignifiant en Taiwan.

Le coefficient d'une au moins du ratio du crédit au revenu CR4 a un bon signe pour tout logarithme linéaire de demande réelle de monnaie pour tous les Philippines et Sri Lanka.

Le coefficient du logarithme de le réciproque du multiple du crédit a le bon signe pour 4 pays, mais n'est significatif pour aucun d'eux.

Le ratio des débits bancaires au revenu n'est pas satisfaisant pour tous les pays. Donc CR3 et CR4 apparaît comme les variables proxy les plus applicable pour le degré de restriction du crédit pour les 5 pays.

## **Section 2 : LA LIBERALISATION FINANCIERE A L'EPREUVE DES FAITS :**

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

### **A) DE LA THEORIE A LA PRATIQUE :**

Du point de vue théorique, la libéralisation financière est un concept relativement simple et universel. Les mêmes causes -la levée des contraintes réglementaires pesant sur le secteur bancaire- doivent produire les mêmes effets la croissance économique. Pourtant, quand on 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.

**- La version intégrale de la libéralisation financière :**

Le cas du Chili. Le titre de l'article de Diaz-Alejandro "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash" (1985) résume de façon humoristique les résultats du processus de libéralisation financière entrepris au Chili. La libéralisation financière chilienne, amorcée au milieu des années 70, ne se limita pas à un simple abandon de la fixation des taux d'intérêt. Elle visait à promouvoir une logique globale de marché dans le secteur financier. La libéralisation des taux d'intérêt s'accompagna donc d'une privatisation des banques publiques, de la disparition de toute espèce de restriction à l'entrée dans le secteur (suppression du capital social minimum) et, plus généralement, de toutes les formes de surveillance de l'activité bancaire par les Autorités Monétaires. Au niveau externe, toutes les restrictions à l'entrée ou à la sortie de capitaux furent abolies. Les résultats furent catastrophiques. Dès les premiers mois, les faillites bancaires à répétition conduisirent le gouvernement à instaurer à nouveau un capital social minimum. Mais, il fut annoncé que la banque centrale ne garantirait en aucune manière les dépôts du public et qu'un établissement bancaire en situation de faillite latente ne recevrait aucun secours de la part des autorités. Cela revenait à interdire à la banque centrale chilienne de jouer un rôle de prêteur en dernier ressort. Pourtant, à la suite des graves difficultés connues par une des banques les plus importantes du pays<sup>33</sup>. Au cours de l'année 1977, le gouvernement, revenant sur ses déclarations, décida d'intervenir pour la soutenir dans la crainte que la faillite d'un établissement d'une telle importance ne ruine la confiance dans le secteur financier. Ce n'est qu'en 1981 que la pérennité du système fut confié à une "super intendance" bancaire, ce qui revenait à réintroduire une réglementation bancaire. Les faillites ne se limitèrent malheureusement pas qu'au seul secteur bancaire. Villanueva et Mirakhor (1990) rapportent que le nombre de faillites d'entreprises s'est multiplié de façon importante entre 1974 et 1982. Par ailleurs, la privatisation ne permit pas l'émergence de la concurrence dans le secteur bancaire. En 1982, les deux plus grandes entreprises chiliennes contrôlaient les principales compagnies d'assurance, les principaux fonds mutuels et les deux plus grandes banques commerciales du pays. Qu'en fut-il des effets bénéfiques sur l'épargne,

---

<sup>33</sup> Banco Orsono

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<sup>34</sup>. Quant à l'ouverture du marché des capitaux domestiques aux capitaux étrangers, elle se traduit, selon Mac-Kinnon (1989) lui-même, par une appréciation telle du taux de change qu'elle vint annuler les quelques rares effets bénéfiques qu'avait eu la politique de libéralisation financière. On le voit, les résultats obtenus au Chili vont largement dans le sens des opposants à la libéralisation financière. Pourtant, au début des années 80, la Corée du Sud et Taiwan entrèrent, eux aussi, dans un processus de libéralisation financière. Toutefois, celle-ci ne fut que partielle. Si elle se 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.

#### **B) 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

---

<sup>34</sup> 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"

rapport au PNB (ou à la richesse), ni avec la croissance du PNB ou de l'industrialisation"<sup>20</sup>. 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<sup>1991, p 145,1993, p 122</sup> des deux pays est très souvent citée en exemple par des organismes comme la Banque Mondiale. Il est vrai qu'elle s'est traduite par une croissance rapide du secteur financier. Pourtant, depuis le début du processus de libéralisation, il semble que la part des actifs réels (que Mac-Kinnon qualifie d'improductifs) n'a pas cessé de s'accroître dans le portefeuille des agents. Par ailleurs, la productivité du capital ne paraît pas avoir été affectée favorablement. Park attribue ce résultat au fait que la déréglementation financière n'accroît pas nécessairement l'efficacité de l'allocation des ressources car elle ne permet pas d'éliminer les distorsions 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.

## CHAPITRE I.V : Méthodologie et Résultats Empiriques

La demande de monnaie joue un rôle macroéconomique important. Elle est au cœur de plusieurs approches opérationnelles de l'analyse macroéconomique, en particulier dans le cadre de la programmation financière qu'utilise le fond monétaire international.

En général, bien sûr, la stabilité de la demande de monnaie est essentielle pour la conduite de la politique monétaire. Dans ce chapitre, nous allons essayer de spécifier le modèle et de déterminer les résultats empiriques.

### Section I : Détermination et Spécification du Modèle :

#### A) Spécification du modèle

De nombreuses études des déterminants de la demande de monnaie dans les pays en développement ont été conduites au cours des années récentes.

Dans les pays en voie de développement où les taux d'intérêt sont inopérants beaucoup de variables proxy peuvent et seraient utilisées pour refléter le degré de restriction du crédit. Le ratio négatif du crédit domestique au revenu et du moins le ratio du crédit domestique au revenu sont généralement les plus applicables. Pour l'objet de prévision, ce sont des variables aussi réalisables que le niveau du crédit domestique et le revenu deviennent, respectivement une cible intermédiaire et une variable cible finale dans un programme financier.

C'est pour dire qu'ils peuvent être traités comme prédéterminés dans le temps quand la prévision est faite. Surtout l'inclusion d'une variable de crédit dans la fonction de demande de monnaie permettrait :

- premièrement de formuler un programme financier plus logique,

- deuxièmement, le taux d'inflation ou le taux réel de rémunération de la monnaie ne

sont pas les mêmes pour être une variable explicative supérieure dans la fonction de demande de monnaie, par comparaison à la variable appropriée pour le degré de restriction du crédit.

Un modèle reflétant les caractéristiques communes des pays en développement peut être spécifié comme suit :

$$MO^d_t = g(Y_t, CR_t, U_t)$$

$MO^d_t$  : demande de monnaie pour l'année t

$Y_t$  : Production intérieure brute hors agriculture pour la période t

$CR_t = DC/Y_t$  : l'indice du degré de restriction du crédit défini comme le rapport négatif du crédit domestique au PIB pour la période t



$U_t$ : paramètre d'erreur pour la période t

Le caractère distinctif de la fonction de demande de monnaie dans ce modèle en comparaison avec plusieurs autres modèles de la littérature est l'inclusion de CR comme une variable explicative. Cette variable remplace le rôle des taux d'intérêt dans la fonction de demande de monnaie, dans une économie ou dans le marché financier, le taux débiteur et créditeur des banques sont administrés. Le taux d'intérêt cesse d'être le lien clés dans l'arbitrage de la détention d'actifs alternatifs. Il est généralement reconnu que le crédit rationné constitue le plus puissant canal de transmission de la politique monétaire dans les pays en développement.

Dans ces pays, l'activité économique est contrainte par la quantité de crédit disponible.

Toute chose égale par ailleurs, la quantité de demande de monnaie baisse quand le degré de restriction du crédit augmente.

### **B) Méthodes d'estimation :**

En termes pratiques, cette méthodologie a trois étapes :

- Montre que toutes les variables qui apparaissent dans l'équation (1) sont non-stationnaires.

Un test couramment utilisé est le test de Dickey-Fuller Augmenté (ADF) ;

- Montrer qu'une combinaison linéaire entre ces variables (non-stationnaires) est stationnaire.

Un moyen de le faire est de déterminer si les résidus de la régression effectuée à la seconde étape (résidus de la combinaison linéaire) sont stationnaires en utilisant encore un test ADF.

-Après avoir confirmé que l'équation (1) représente une relation cointégrante de (long-terme), étudier les dynamiques de court-terme de la relation en spécifiant un modèle à correction d'erreurs (ECM).

Formellement, supposons que le coût d'opportunité de la détention de monnaie n'est représenté que par le taux d'intérêt. Le modèle à correction d'erreurs prend la forme :

$$\Delta m_{dt} = \alpha_0 + \sum_{h=0}^n \alpha_{1h} \cdot \Delta (\Delta P_t / P_t)_{t-1} + \sum_{h=1}^n \beta_h \cdot \Delta m_{t-h} + \sum_{h=1}^n \gamma_h \Delta cr_{t-1} + \sum_{h=1}^n c_h \Delta (y_{t-h}) + ecm$$

qui relie une variation des encaisses monétaires réelles à la période t aux variations courantes et retardées du revenu réel, des mesures du coût d'opportunité de la détention de monnaie, aux valeurs retardées des actifs monétaires et un terme à correction d'erreurs  $ec_{t-1}$  qui est un résidus de la relation de long-terme (1), c'est à dire la différence entre le niveau courant des encaisses monétaires réelles et la valeur prédite. Cette variable approxime les déviations des valeurs d'équilibre à long-terme des encaisses monétaires réelles et représente la réponse à

court-terme nécessaire pour que la demande de monnaie se déplace vers son niveau d'équilibre de long terme.

Quand le coefficient du terme à correction d'erreurs, est significatif et positive, la convergence est assurée.

Si  $\gamma$  est plus petit que 1 en valeur absolue, le processus d'ajustement est stable et  $m^d$  s'ajustera vers sa valeur de long-terme. Plus  $\gamma$  est proche de l'unité, plus rapide sera le processus d'ajustement. Une approche plus couramment utilisée pour tester l'existence d'une relation de long-terme est la méthode de Johansen.

Cette méthode applique essentiellement le principe du maximum de vraisemblance pour déterminer la présence de relation de cointégration dans des séries temporelles non-stationnaires<sup>36</sup>.

De telles relations sont déterminées et les tests d'hypothèses au sujet des éléments des relations de cointégration peuvent être conduits.

Deux tests différents sont fournis pour déterminer le nombre de relation de cointégration, le test de la trace et le test du maximum de eigen-value.

Si ces tests indiquent un vecteur (ou des vecteurs) non nul, cela implique une relation de long-terme stationnaire.

Un exemple d'une étude de la demande de monnaie qui utilise la technique de Johansen est celui de Chendry.(1995)

---

<sup>36</sup> voir Greene (1997.)

## Section II : Les Résultats empiriques

Les résultats présentés concernent l'analyse des données, les relations de long terme et la dynamique de court terme.

### Nature et source des données

Le modèle ainsi spécifié (équation 1 et 2) appelle quelques commentaires d'ordre méthodologique, notamment du point de vue de la collecte des données.

**a-** Les deux types classiques de masse monétaire sont utilisés : la monnaie au sens strict M1 (circulation fiduciaire + dépôts à vue) et la monnaie au sens large M2 (M1+ quasi-monnaie).

Les données relatives à la masse monétaire et au crédit restreint proviennent des **statistiques financières internationales**.

**b-** Une variable d'échelle est testée : le Pib non agricole.

\* Le PIB nominal non agricole (prix constants de 1995), au lieu du PNB, a été utilisé pour traduire le revenu. L'élimination du PIB agricole s'explique par sa faiblesse et son caractère instable.

**c-** Le rapport du crédit domestique au PIB réel, dans le modèle, capter le cout d'opportunité de la détention de monnaie. Cette approche est due au fait que, à l'instar des pays en développement, il n'existe pas au Sénégal des actifs financiers alternatifs à la détention de monnaie, en raison du développement embryonnaire des marchés financiers. En conséquence, les ménages détiennent dans leur portefeuille surtout des actifs monétaires ou des actifs physiques. Le taux de rendement des actifs physiques, représentant le cout d'opportunité de la détention de monnaie, peut être appréhender par le taux de crédit restreint  $CR=DC/PiB$ . Le taux de crédit restreint a été utilisé dans le modèle en lieu et place du taux d'inflation et du taux d'intérêt. Cela implique que les anticipations sont considérées comme parfaites. Le taux de crédit domestique a été retenu comme l'indice du degré de restriction du crédit (Won, 1977). Les données ainsi recueillies couvrent les périodes 1960-2003 pour le Sénégal.

### A) Stationnarité et cointégration des variables

Pour l'estimation de nos équations de comportement, nous avons utilisés les moindres carrés ordinaires (MCO). Aussi fallait-il préalablement étudier la stationnarité de chacune des variables aussi bien explicatives qu'expliquées .Ceci est une étape qui ne peuvent être négligée lorsque la variable auxquelles on s'intéresse sont fournies sous forme de séries chronologiques. Ensuite nous cherchons s'il existe une relation de cointégration entre les

variables retenues dans chaque équation. Laquelle relation de cointégration si elle existe, nous conduira à avoir recours au modèle à correction d'erreur.

### **1) Etude de la stationnarité des variables**

Ces deux étapes sont d'une grande importance dans des études faisant intervenir des séries temporelles. La motivation majeure est en effet d'éviter que des régressions factices ne soient faites et qui n'aurait aucune valeur prédictive

Nous avons utilisés le test de Dickey et Fuller (1981) plus connu sous le nom de test ADF.

La règle de décision appliquée dans ce test est assez simple : une variable ne sera considérée comme intégrée d'ordre  $n$  que si la valeur de sa statistique ne dépasse les différentes valeurs critiques qu'à partir de  $n$ .

Nous avons ainsi obtenu des résultats assez identiques pour la quasi totalité des variables en ce qui concerne le degré de stationnarité. Toutes sont en effet intégrées d'ordre un (1) à l'exception du taux d'inflation qui est intégrée à l'ordre 0

### **2) Etude de la cointégration**

Dans l'étude des relations de cointégration, nous nous sommes intéressés naturellement aux variables intervenant dans la spécification des équations de comportement.

La méthode de détection de relation de cointégration que nous avons retenues, est celle de Johansen (1992). Les annexes 3 et 4 suivants ont montré que des relations de cointégration existent entre les variables auxquelles nous nous sommes intéressées.

Il s'agit en effet de comparer le ratio de vraisemblance (LR) à la valeur critique CV.

Si  $LR > CV$  au seuil de  $X\%$ , alors il existe une relation de cointégration à ce seuil.

Ainsi dans le tableau n°1, nous pouvons relever 3 relations de cointégration au seuil respectif de 5% et 10% De même dans le tableau n°2, nous notons 3 relations de cointégration au seuil de 5% et 10%.

Dés lors toute tentative de régression nous conduit à des résultats et donc à des interprétations et des diagnostics fallacieux.

C'est ainsi que nous avons eu recours au modèle à correction d'erreur pour pallier les imperfections causées notamment par la non stationnarité de l'ensemble des variables d'inflation.

## Conclusion

Les résultats des différents tests de stationnarité et de cointégration sont résumés dans les annexes 3 et 4. Toutes les variables, à l'exception des séries de l'inflation (1983-2003) sont intégrées d'ordre un. Par ailleurs pour toutes les équations de demande de monnaie (DLm1 et DLm2) , les tests de cointégration conduisent à rejeter l'hypothèse nulle de cointégration.

**Tableau n°1 : Test de cointégration sur les variables retenues dans la spécification de la fonction de demande de monnaie lm2**

Date: 09/19/04 Time: 14:52				
Sample: 1983:1 2002:4				
Included observations: 67				
Test assumption: linear deterministic trend in the data				
Series: LM2 LPIBNA LTCR				
Lags interval: 1 to 2				
	Likelihood	5 Percent	1 Percent	Hypothesized
Eigenvalue	Ratio	Critical Value	Critical Value	No. of CE(s)
0.544082172355	114.916399709	39.89	45.58	None **
0.52339701785	62.2917395968	24.31	29.75	At most 1 **
0.159834199927	12.6399519642	12.53	16.31	At most 2 *
<p>*(**) denotes rejection of the hypothesis at 5%(1%) significance level</p> <p>L.R. test indicates 3 cointegrating equation(s) at 5% significance level</p>				

**Tableau n°2 : Test de cointégration sur les variables retenues dans la spécification de la fonction de demande de monnaie lm2**

Date: 09/19/04 Time: 14:52				
Sample: 1983:1 2002:4				
Included observations: 67				
Test assumption: linear deterministic trend in the data				
Series: LM2 LPIBNA LTCR				
Lags interval: 1 to 2				
	Likelihood	5 Percent	1 Percent	Hypothesized
Eigenvalue	Ratio	Critical Value	Critical Value	No. of CE(s)
0.544082172355	114.916399709	39.89	45.58	None **
0.52339701785	62.2917395968	24.31	29.75	At most 1 **
0.159834199927	12.6399519642	12.53	16.31	At most 2 *
<p>*(**) denotes rejection of the hypothesis at 5%(1%) significance level</p> <p>L.R. test indicates 3 cointegrating equation(s) at 5% significance level</p>				

### Equation de la demande de monnaie dans le modèle à correction d'erreur

$$(3) D(lm1)_t = C + a_1 D(lpibna)_t + a_2 D(ltcr)_t - D(\text{inf}) + \sum b_k lm1_{t-k} + \sum c_k lpibna_{t-k} + \sum d_k ltcr_{t-k} + u_t$$

$$(4) D(lm2)_t = C + a_h D(lpibna)_t + a_h D(ltcr)_{t-h} - D(\text{inf}) + \sum b_k lm1_{t-h} + \sum c_h lpibna_{t-h} + \sum d_h ltcr_{t-h} + u_t$$

m1 : masse monétaire au sens strict ; m2 : masse monétaire au sens large ; pibna : pib non agricole ; tcr : taux de crédit restreint

### B) Résultats des estimations et commentaires

Les résultats obtenus sur ces deux estimations nous sont fournis par les **tableaux 3**

#### 1) La demande de monnaie

Elle fournie de manière beaucoup plus détaillée dans le tableau 3 . Toutefois les éléments qui semblent plus important à retenir sont les suivants :

**Tableau 3** : Demande de monnaie à partir des mécanismes de correction d'erreur

Variables	D(lm1)	D(Lm2)
C	0.158*** (0.223)	0.123*** (0.261)
DLpibna	1.414** (3.395)	1.609** (3.403)
DLTcr	-0.232*** (3.44)	-0.662* (1.75)
Lm1(-1)	-0.448* (4.59)	
Lm2(-1)		-0.470* (4.73)
Lpibna (-1)	0.428** (2.813)	0.667** (3.56)
LTcr(-1)	0.122*** (0.897)	0.079*** (0.079)
R <sup>2</sup>	0.649	0.688
DW	1.859	1.779
F <sub>statistic</sub>	6.47	5.113
* significatif à 1% ; ** significatif à 5% ; *** significatif à 10%		

## 2) Interprétation des résultats

Elle concerne en premier lieu deux types de relations : celle entre monnaie et le Pib non agricole d'une part et d'autre part, celle entre le taux de crédit restreint et la demande de monnaie.

### a. Demande de monnaie et Pib non agricole

La relation estimée fait apparaître que la relation étant une fonction d'encaissements réelles, la variable explicative représentant le revenu réel mesuré ici par le Pib non agricole, explique fortement la demande d'encaisse réelle, pour une élasticité de 1.414 pour  $M_1$  et 1.609 pour  $M_2$ . La monnaie est encore un bien de luxe, puisque l'élasticité-revenu est supérieur à l'unité.

On est conduit à admettre que plus le Pib non agricole est élevé, plus les individus souhaitent détenir de la monnaie quelque soit son coût, d'où la relation entre le volume des transactions et le niveau de la masse monétaire ( $M_1$  et  $M_2$ ).

En effet, une hausse de 1% du Pibna entraîne une augmentation de 1.414% de  $M_1$ . De même une hausse de 1% du Pibna provoque une élévation de 1.609% de la masse monétaire  $M_2$ . Ces coefficients sont significatifs à 5% pour  $M_1$  et  $M_2$ .

Au Sénégal, la plupart des transactions sont directement liées à l'activité économique réel (paiement des salaires, achat de facteur par les employeurs, achats de biens finals par les consommateurs etc..). Les transactions en valeurs concernent généralement l'achat de biens et services et non celui des actifs financiers. A long terme, d'autres facteurs influencent la relation entre la monnaie et le Pibna.

Par ailleurs, la plupart des transactions au Sénégal se font en liquide ou par chèque (et non par crédit).

Ce qui est contraire aux usages des économies modernes selon lesquelles les transactions qui nécessitent un paiement sur le lieu de vente représentent une part relativement faible et en diminution de l'ensemble des transactions.

### b. Demande de monnaie et Taux négatif de crédit restreint

Le facteur d'arbitrage ici est le taux de crédit restreint. C'est la mesure du coût de la liquidité ici, à savoir le coût d'opportunité de la détention de monnaie. Une hausse du taux de crédit restreint induit un comportement de « fuite devant la monnaie ».

Comme le montre le tableau 3 le coefficient du degré de crédit restreint dans la fonction de demande de monnaie du Sénégal est négatif. Cela traduit le fait que la masse monétaire diminue lorsque le taux de crédit restreint augmente.



En effet une hausse de 1% du taux négatif de crédit restreint entraîne respectivement une baisse de 0.232% de la masse monétaire au sens strict M1 et de 0.662% de la masse monétaire au sens large M2. Les coefficients sont significatifs à 10% pour M1 et à 1% pour M2.

Au Sénégal, le crédit domestique semble être la source majeure d'augmentation de la liquidité. Les restrictions du crédit exprimé par le degré de restriction du crédit s'explique par les problèmes de sûreté que ne peuvent fournir les clients potentiels notamment ceux évoluant dans le secteur informel ainsi que l'encours élevé des créances douteuses faisant l'objet de provisions.

Ainsi l'impact de la libéralisation financière sur la demande de monnaie (M1 ou M2) mesuré à travers le coefficient du taux négatif de crédit restreint ( $Tcr$ ) semble avoir joué un rôle important car tous les coefficients des deux équations  $DLm1$  et  $DLm2$  apparaissent significatifs avec le signe négatif attendu.

On remarque que l'impact est plus important pour  $DLm2$  qu'avec  $DLm1$ . Dans ce cas on pourrait penser qu'avec la libéralisation financière, les banques n'ayant plus intérêt à financer considérablement le secteur public, cela s'est traduit par une hausse du degré de restriction du crédit envers le secteur privé. Ce qui est imputable à la règle sur le plafond des découverts statutaires comme composante guidant le plus le choix des banquiers comparativement à la composante privée. C'est sans doute ce type de mesures que les théoriciens de la libéralisation financière considèrent comme causes exogènes aux attitudes de rationnement du crédit par les banques. Il s'agit en effet des contraintes souvent institutionnelles qui pèsent sur le système bancaire du Sénégal.

### c. Variables décalées

Il importe de noter parmi les variables de la masse monétaire, le niveau du premier trimestre a été significatif pour  $DLm1$  à 5%. Pour l'équation  $DLm2$  ce sont les niveaux du premier qui sont significatifs à 1%.

Les élasticités de court terme sont : Dans l'équation de  $DLm1$ , on a 0.428% pour  $Lpibna$ , -0.232% pour le taux de crédit restreint. Dans  $DLm2$ , on a 0.443% pour  $Lpibna$  et -0.662 % pour le crédit restreint. Les élasticités de long terme font intervenir les coefficients des variables décalées.

En fait la masse monétaire décalée  $Lm1$  et  $Lm2$ , le Pib non agricole  $Lpibna$  et le taux négatif de crédit restreint sont décalés pour avoir une meilleure estimation. De plus toutes les variables décalées sont significatives sauf le taux de crédit restreint, mais leur impact est relativement faible. De même les  $R^2$  sont acceptables (64.9% et 68.8%) montrent que le

pouvoir explicatif des variables exogènes, par rapport à la part qui revient au terme résiduel, est importante pour DLm1 et acceptable pour DLm2.

Aussi les statistiques du Durbin Watson (1.859 et 1.779) révèle que l'on se trouve en face d'un modèle dont les résidus ne sont pas corrélés ; montrant un pouvoir prédictif puissant de notre modèle. Ce pouvoir prédictif constitue pour les responsables de la politique monétaire un support décisionnel important.

## Conclusion

Nos résultats mettent en évidence un impact indirect de la libéralisation financière allant dans le sens contraire des recommandations des défenseurs du paradigme de la répression financière à propos du crédit, conformément aux réserves formulées par les adversaires de la libéralisation financière. Le constat qui semble se dégager est que La demande de monnaie est au cœur des stratégies de libéralisation financière. Mais les effets attendus sont loin d'être observés, tant les comportements des agents varient, lorsqu'on change de régime. Le passage du système administré au système financier libéralisé au Sénégal, semble s'accompagner en ce qui concerne la sphère financière par un ajustement des comportements, allant dans le sens opposé de ce que les Autorités sur le conseil des partisans de la libéralisation financière, pouvaient attendre.

Ainsi, lorsque l'on prend en compte les conditions macro-économiques du Sénégal, il semble que la libéralisation financière ait entraîné une hausse du degré de restriction du crédit du fait de l'impact indirect négatif causé par le systèmes bancaires sénégalais. Cela laisse penser que les banques n'ont pas joué le jeu de la libéralisation financière<sup>37</sup>, suggérant une politique de mise en œuvre de mesures de politique de financement contraint dans l'esprit de Hellman & al (1997).

Les estimations de la demande de monnaie retenues ont révélé qu'il est possible de rendre compte de l'agrégat monétaire (M1 et M<sub>2</sub>) à partir du PIB non agricole, le taux de crédit restreint. Cette relation traduit principalement la nécessité de détenir de la monnaie pour des motifs de transaction autant qu'elle révèle l'influence du degré de crédit restreint comme variable d'arbitrage de la détention de monnaie. Ainsi les autorités doivent veiller à la baisse du degré de restriction du crédit. Elles doivent par ailleurs utiliser la masse monétaire ( au sens strict ou large) comme canal de transmission de la politique monétaire.

---

<sup>37</sup> En analysant la productivité des banques, nous trouvons des résultats qui vont dans le même sens : le taux d'escompte et le crédit bancaire y sont déterminant alors que les dépôts bancaires n'y ont pas eu d'incidence (voir Ary Tanimoune, 2001)

## Annexe 1 :

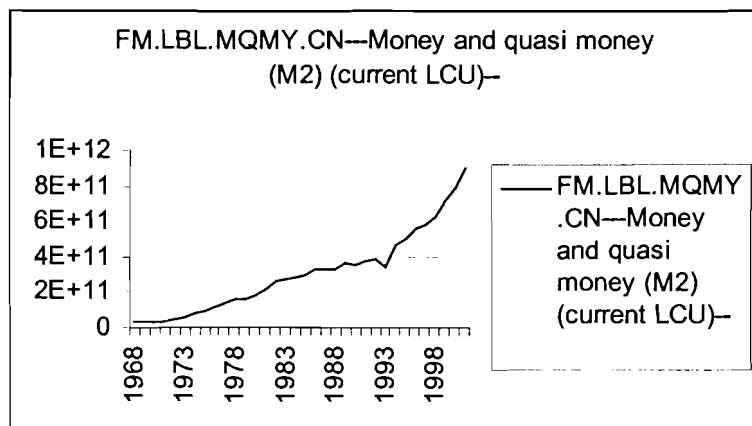
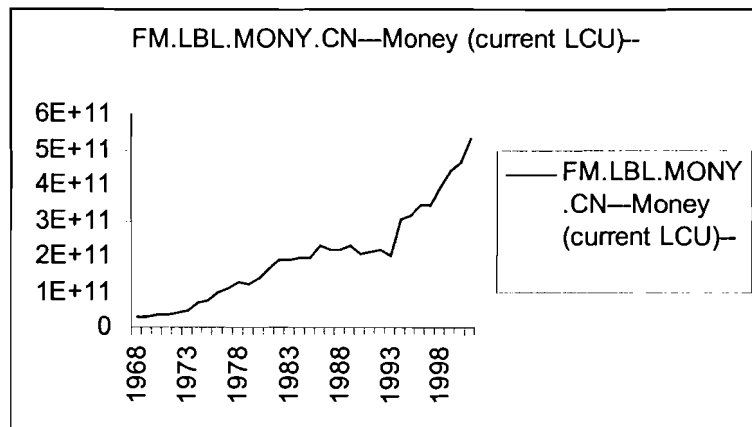
### Les principales mesures de politique financière dans l'Uemoa

	Gestion des taux directeurs <sup>1</sup>	Conditions des banques <sup>2</sup>		Marché Monétaire (mise en place en 1975)	Autres mesures
		Conditions créditrices <sup>3</sup>	Conditions débitrices		
<b>Avant 1989</b>	-Taux d'escompte préférentiel (TEP) Taux d'escompte normal (TEN)	-Taux fixe sur les dépôts privés de moins d'un an, sinon taux plancher - Taux plancher sur les dépôts privés de plus 2 10 <sup>6</sup>	Sur la quasi totalité des crédits : -Taux plafond :Tep +2 ou 3% - taux plancher : Tep +1%	-Opération au jour le jour puis à un an et à trois mois, en 1978. -Le TMM fixé par la Bceao selon l'adjudication mixte	-programmes de financement sectoriel - encadrement du crédit -Plafond normatif pour le refinancement des crédits ordinaires
<b>Octobre 1989</b>	Taux d'escompte (TE), fixé au-dessus du taux de marché monétaire (TMM) par la Bceao.	Libéralisation totale de la rémunération des dépôts à vue et des dépôts à terme inférieur à 500 000 Fcfa Taux plancher pour les dépôts à terme de montant supérieur	-Suppression des taux plancher. - Taux plafond unique = TE + marge de rentabilité des banques( fixé à 5% par la Bceao	-Intervention ouverte aux établissements financiers -- libéralisation des prêts interbancaires	-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
<b>1993</b>	Mise en place du taux de prise de pension (fixé par la Bceao entre TE et TMM)	Seuls les dépôts à terme de moins de 5 10 <sup>6</sup> Fcfa pour moins de 1 an sont rémunérés au TmMM -2% <sup>4</sup> , sinon libéralisation totale	-Libéralisation totale -Institution d'un taux d'usure équivalent à 2 fois le TE	-Création marché interbancaire et guichet d'appel d'offre -Fusion des trois guichet en un seul hebdomadaire	-Suppression encadrement de crédit -Mise en place des réserves obligatoires
<b>Période courante</b>	Idem	Idem	Idem	-(1996) Adjudication à la hollandaise -(1998) suppression de l'adjudication -Politique d'open-market	Adoption d'un cadre réglementaire relatifs à la diversification des supports du marché monétaire

<sup>1</sup> : 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. <sup>2</sup> Applicables à la clientèle privée non financière. <sup>3</sup> Il s'agit des placements privés, sauf comptes d'épargne sur livret et dépôts publics assimilés. <sup>4</sup> 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 : Note d'information et Statistique (Bceao) et Zone Franc, Rapport annuel.

ANNEXE 2



## Annexe : 3

### Stationnarité :variable en niveau

#### Lm1

ADF Test Statistic	2.6121406 1687	1% Critical Value*	4.096897 69943
		5% Critical Value	3.475853 06861
		10% Critical Value	3.165097 98179

#### LM2

ADF Test Statistic	- 2.4816811 1888	1% Critical Value*	- 4.096897 69943
		5% Critical Value	- 3.475853 06861
		10% Critical Value	- 3.165097 98179

#### Lpibna

ADF Test Statistic	- 2.1865584 5218	1% Critical Value*	- 4.099039 64552
		5% Critical Value	- 3.476855 55441
		10% Critical Value	- 3.165678 00921

#### Ltcr

ADF Test Statistic	- 2.9035333 2474	1% Critical Value*	- 4.099039 64552
		5% Critical Value	- 3.476855 55441
		10% Critical Value	- 3.165678 00921

## Annexe :4

### Stationnarité : variable en différence première LM1

ADF Test Statistic	-	1% Critical Value*	-
	5.7554420		4.099039
	856		64552
		5% Critical Value	-
			3.476855
			55441
		10% Critical Value	-
			3.165678
			00921

---

---

### LM2

ADF Test Statistic	-	1% Critical Value*	-
	9.5533355		4.099039
	4711		64552
		5% Critical Value	-
			3.476855
			55441
		10% Critical Value	-
			3.165678
			00921

---

---

### Lpibna

ADF Test Statistic	-	1% Critical Value*	-
	5.7139086		4.105897
	8655		60449
		5% Critical Value	-
			3.480062
			4433
		10% Critical Value	-
			3.167531
			72083

---

---

### Ltcr

ADF Test Statistic	-	1% Critical Value*	-
	6.9458555		4.101251
	9473		2799
		5% Critical Value	-
			3.477890
			21541
		10% Critical Value	-
			3.166276
			37709

---

---

## Bibliographie

- Ary Tanimoune N.O. (1998) : “Quelques éléments d'analyse des comportements des banques vis-à-vis du risque en matière d'offre de crédit à l'économie nigérienne : l'exemple de la Société Nigérienne de Banque”, *étude réalisée à la Société Nigérienne de Banque (Sonibank)*.
- Ary Tanimoune N.O. (2001) : “Les déterminants de la marge bancaire dans l'Ueamo: une analyse sur données de panel”, *document de recherche, Laboratoire d'Economie d'Orléans*, à paraître.
- Diop P-L. (1998) : « L'impact des taux directeurs de la Bceao sur les taux d'intérêt débiteurs des banques » *Document d'Etudes et de Recherche, Notes d'Informations et Statistiques Bceao*, juil/août/sept., n°483/484.
- Eboue C. (1990): "Les effets macro-économiques de la répression Financière dans les Pays en développement" *Economie Appliquée*, tome LXIII, n° 4, pp. 93-117.
- Eboue C. (1998) : « La libéralisation financière dans les pays en développement – une évaluation préliminaire du cas africain », *Gestion macro-économique, nouvelles approches et enjeux de politique économique*, Abidjan, octobre 1998.
- Engle R.F. et Granger C.W.J., (1987), « Cointegration and Error Correction : Representation, Estimation and Testing », *Econometrica*, 55, pp.251-276.
- Fry M. (1978): "Money and capital or financial deepening in economic development" *Journal of Money, Banking and Credit*, Vol 10, n° 4, pp. 464-475.
- Fry M. (1979) : « The cost of financial repression in Turkey », *Saving and Development*, vol°3, n°2, pp.127-135.
- Fry M. (1982) : « Models of financially repressed developing economies » *World Development*, vol. 10, no. 9, pp. 731-750.
- Fry M. (1995) : “Money, interest and banking in economic development, 2 nd edition, London, John Hopkins University press.
- Gaffard J.L & Pollin J.P. (1988): "Réflexion sur l'instabilité des économies monétaires" *Revue d'Economie Politique*, n° 98 Vol. 5, Sept.-Oct. pp. 599-614.
- Diop P-L. (1998) : « L'impact des taux directeurs de la Bceao sur les taux d'intérêt débiteurs des banques » *Document d'Etudes et de Recherche, Notes d'Informations et Statistiques Bceao*, juil/août/sept., n°483/484.
- Eboue C. (1990): "Les effets macro-économiques de la répression Financière dans les



Pays en développement" *Economie Appliquée*, tome LXIII, n° 4, pp. 93-117.

- Eboue C. (1998) : « La libéralisation financière dans les pays en développement – une évaluation préliminaire du cas africain », *Gestion macro-économique, nouvelles approches et enjeux de politique économique*, Abidjan, octobre 1998.

- Engle R.F. et Granger C.W.J., (1987), « Cointegration and Error Correction : Representation, Estimation and Testing », *Econometrica*, 55, pp.251-276.

- Fry M. (1978): "Money and capital or financial deepening in economic development" *Journal of Money, Banking and Credit*, Vol 10, n° 4, pp. 464-475.

- Fry M. (1979) : « The cost of financial repression in Turkey », *Saving and Development*, vol°3, n°2, pp.127-135.

- Fry M. (1982) : « Models of financially repressed developing economies » *World Development*, vol. 10, no. 9, pp. 731-750.

- Fry M. (1995) : "Money, interest and banking in economic development, 2 nd edition, London, John Hopkins University press.

- Gaffard J.L & Pollin J.P. (1988): "Réflexion sur l'instabilité des économies monétaires" *Revue d'Economie Politique*, n° 98 Vol. 5, Sept.-Oct. pp. 599-614.

- Gentil D. & Doligez F. (1997) : Impact des systèmes financiers décentralisés (Etudes comparées dans trois pays d'Afrique de l'Ouest : Bénin, Burkina Faso, Guinée), Rapport de Synthèse, Secrétariat d'Etat à la Coopération, France.

- Johansen S. (1988), « Statistical Analysis of cointegration vectors », *Journal of Economic Dynamics and Control*, n° 12, pp.231-254.

- Lelart M. (1990) (ed.) : La tontine, pratique informelle d'épargne et de crédit dans les pays en développement, Edition J. Libbey Eurotext, Paris.

- Notes d'informations et Statistiques, Bceao, diverses éditions.

- Owoundi F. (1992) : « Accès au crédit bancaire, développement du système informel et mobilisation de l'épargne en Afrique » *l'Actualité Economique, Revue d'Analyse Economique*, vol.68, n°4, pp.665-696.

- Rapport annuel, *Commission Bancaire, Bceao*, diverses éditions.

- Rapport sur le développement dans le Monde ; Banque Mondiale, 1989 & 2001.

- Semedo G. & Villieu P. (1997) : La zone franc – mécanismes et perspectives macroéconomiques, Ellipses, Ed Marketing SA.

- Statistiques Financières Internationales, *FMI*, Annuaire 1994, 1999.

- Stiglitz J. (1994) : « The role of the state in financial markets » *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, 1993, Supplement to the World