

UNIVERSITE CHEIKH ANTA DIOP DE DAKAR

FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES ET DE GESTION

XXXXXXXXXXXXXXXXXX

Programme de troisième cycle inter-universitaire en économie

(PTCI)



Spécialité : Economie Industrielle

Option : Economie Publique

Septième Promotion

Mémoire de DEA

Thème :

**LE DEVELOPPEMENT FINANCIER ET LA CROISSANCE :
CAS DU SENEGAL**

Présenté par :

ALIOUNE MBAYE

Sous la direction de :

BIRAHIM BOUNA NIANG

Maitre de conférences agrégé

Président du jury : Monsieur **Birahim Bouna Niang**

Maître de conférences agrégé à la FASEG

Suffragant : **Ibrahima Thione Diop**

Maître Assistant à la FASEG

ANNEE ACADEMIQUE 2001/2002

INTRODUCTION GENERALE.....	1
Chapitre 1 : Système financier et performance macroéconomique	4
Section 1 : Situation du système financier sénégalais à la fin des années 70.....	4
I- Une faible mobilisation de l'épargne privée.....	5
II- La crise du système bancaire	6
Section 2 : Réformes financières au Sénégal	10
I- Les objectifs du plan sectoriel.....	10
II- Les modalités d'assainissement	13
III- Les différentes réformes.....	14
Section 3 : Impact des réformes sur les performances macro-économiques.....	16
Chapitre 2 : Revue de la littérature	22
Section 1 : Les principales fonctions du système financier	22
Section 2 : L'impact du développement financier sur la croissance économique	26
Travaux théoriques.....	26
Expériences des libéralisation financière.....	30
Section 3 : La possibilité d'existence d'équilibres multiples	32
Section 4 : Les principaux indicateurs de développement financier.....	35
Chapitre 3 : Méthodologie et résultats.....	38
Section 1 : Spécification du modèle	38
a- Présentation du modèle	38
b- Description des variables du modèle	39
c- Techniques d'estimation.....	40
d- Sources des données.....	40
Section 2 : Résultats des travaux économétriques.....	41
I/ Les tests de corrélation.....	41
II/ Résultat de l'estimation	43
III- Les tests de validité et causalité.....	44
Section 3 : Interprétation des résultats	45
Section 4 : Recommandations	47
CONCLUSION.....	50
REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES.....	52
ANNEXE.....	59

DEDICACES

A ma défunte mère

A mon père

A mes frères et sœurs

REMERCIEMENTS

Nous adressons nos remerciements à tous les enseignants de la FASEG de Dakar surtout le responsable national du PTCl.

Je tiens à remercier particulièrement mon directeur de mémoire, Monsieur Birahim Bouna Niang qui a bien voulu m'encadrer avec rigueur. Vos remarques, conseils et soutiens pédagogiques et documentaires nous ont été d'un secours précieux.

Notre gratitude à tous les enseignants du 7^{ème} CCCO de Lokossa

Nos remerciements à tous les camarades de promotion et la secrétaire, au Chef des Divisions de la DP ainsi à tous les agents de la DP.

Sigles et Abréviations

BHS : Banque de l'habitat du Sénégal

BIAO : Banque internationale pour l'Afrique occidentale

BICIS : Banque internationale pour le commerce et l'industrie du Sénégal

BNDS : Banque nationale de développement du Sénégal

BSK : Banque sénégalo-kowétienne

BST : Banque sénégalo-tunisienne

CNCA : Caisse nationale de crédit agricole

SGBS : Société nationale de banque du Sénégal

SNB : Société nationale de banque

USB : Union sénégalaise de banque pour le commerce et l'industrie

RESUME

La relation entre le développement financier et la croissance économique a toujours retenu l'attention à travers des décennies. Récemment, un regain d'intérêt a été constaté dans la relation entre les marchés financiers et l'activité réelle avec les pistes de recherche offertes par la littérature sur la croissance endogène. Les crises financières qui ont marqué la scène économique internationale, les facteurs sous-jacents aux problèmes de la croissance économique au Sénégal ainsi que la recherche de financement dans le contexte du NEPAD constituent une justification suffisante à cette étude. Dans ce travail on étudie l'impact du développement financier sur la croissance au Sénégal sur la période 1970-2000. Les techniques utilisées sont des estimations par la méthode du modèle à correction d'erreur avec des données chronologiques. Un résultat majeur est mis en évidence dans cette étude : non seulement le développement financier n'a pas un impact significatif sur la croissance économique au Sénégal mais c'est cette dernière qui tire le premier. Par conséquent, les réformes du secteur financier doivent s'accompagner d'une croissance forte avec la mise en place d'un environnement propice pour un développement du secteur privé.

INTRODUCTION GENERALE

L'analyse de la croissance économique durable a connu un regain d'intérêt durant ces dernières années. La croissance économique est expliquée par une multitude de facteurs. C'est ainsi que de nombreuses études aussi bien théoriques qu'empiriques ont établi qu'un système financier développé est l'un de ces déterminants. Cependant, certains auteurs considèrent qu'il existe un seuil à partir duquel le développement financier agit positivement sur la croissance économique (Berthélémy et Varoudakis 1996).

Dans la littérature consacrée à l'étude de la relation entre le développement financier et la croissance économique deux tendances peuvent être identifiées. La première évalue l'hypothèse sur un certain nombre de pays en utilisant des techniques de données en coupes transversales (voir, par exemple Rubini et Sala-i-Martin (1992). La deuxième tendance dans la littérature empirique est d'examiner l'hypothèse pour un pays particulier en utilisant des techniques de série chronologique, comme par exemple Lyon et Murinde (1994) pour le Ghana. Notre travail essaie de voir si l'hypothèse étudiée par cette deuxième tendance de la littérature est vérifiée dans le cas du Sénégal où le développement financier et la croissance entretiennent une relation ambiguë. En effet, pour la période 1970-2000 le crédit accordé au secteur privé/PIB a connu une croissance moyenne annuelle en termes réels de 1,2%¹ alors que celle du PIB a été sur la même période de 2,9%².

¹ Chiffre obtenu à partir de nos calculs

² Chiffre obtenu à partir de nos calculs

Par ailleurs, les crises financières qui ont récemment marqué la scène économique internationale, la recherche de financement dans le contexte actuel du NEPAD et les facteurs sous-jacents aux problèmes de croissance économique au Sénégal constituent une justification suffisante à cette étude.

Deux autres facteurs soulèvent la question de la nécessité de rechercher l'impact du développement financier sur la croissance économique. Le premier réside dans la tendance à la baisse des entrées de capitaux due au désinvestissement étranger et la réduction du financement externe prenant la forme de l'aide et des prêts commerciaux. Une plus forte mobilisation des ressources intérieures s'impose donc pour servir de substitut au financement externe en baisse.

Le second facteur tire son origine dans la trop grande variabilité de l'économie sénégalaise qui n'est pas sans affecter la solvabilité des entreprises et donc l'attitude des banques envers le crédit au secteur privé. Autant de raisons qui devraient engager l'Etat dans une politique économique stabilisatrice propre à aider le secteur privé à absorber les chocs, donc à assurer la croissance sans discontinuité.

La présente étude se propose d'examiner l'impact du développement financier sur la croissance économique au Sénégal.

Pour ce faire, nous chercherons plus spécifiquement à cerner :

- la robustesse de la conclusion développée dans le contexte de multi-pays de Demetriades et Hussein (1996), que la croissance suit le développement financier
- le sens de la causalité entre le développement financier et la croissance au Sénégal.

A partir des résultats de divers travaux empiriques portant sur l'analyse de la relation entre développement financier et croissance économique, nous formulons les hypothèses suivantes :

H1 : le développement des marchés financiers domestiques a un impact positif sur la croissance économique.

H2 : l'intermédiation financière agit positivement sur l'investissement privé.

L'étude sera présentée en trois grands chapitres. Le premier chapitre est consacré à la présentation du contexte de l'étude. Le deuxième chapitre est consacré à la revue de la littérature sur la relation entre développement financier et croissance économique. En fin, dans le troisième chapitre, nous présenterons la méthodologie adoptée et les résultats obtenus.

Chapitre 1 : Système financier et performance macroéconomique

Le système financier sénégalais se caractérise essentiellement par la présence de banques commerciales qui se trouvent dans l'incapacité à redistribuer efficacement les ressources au sein de l'économie. Les intermédiaires financiers non bancaires sont presque inexistants.

A la fin des années 1970 les déséquilibres financiers et structurels se sont manifestés par : une production domestique peu dynamique, une faible mobilisation des ressources internes, des investissements tributaires de l'épargne extérieure et peu rentables et une éviction du secteur privé dans l'allocation des ressources.

Dans ce chapitre nous essaierons de présenter la situation du système financier sénégalais des années 70 dans la première section. Dans la deuxième section nous tenterons de cerner les réformes financières au Sénégal. Et, la troisième section sera consacrée à l'étude de l'impact des réformes financières sur les performances macro-économiques.

Section 1 : Situation du système financier sénégalais à la fin des années 70

Nous allons tenter ici d'analyser la crise de liquidité après avoir étudié l'allocation des crédits au secteur privé.

I- La mobilisation de l'épargne privée

Le financement de l'investissement au Sénégal est loin d'être couvert par l'épargne intérieure. En effet, entre 1960 et 1990, le taux d'épargne se situe autour de 5% du P.I.B. contre un taux moyen de 7,2% pour le reste de l'Afrique subsaharienne (Berthélémy, Seck et Varou'ch 1996).

Dans les pays en développement, les taux réels de rémunération de l'épargne sont souvent et, à cause de l'inflation chronique, très faibles voire même négatifs. Ainsi l'épargne canalisée ne représente qu'une petite partie de l'épargne potentielle. Ce fait est rendu possible par le fait qu'il existe une faible variété de produits d'épargne offerts aux éventuels épargnants.

La définition la plus répandue de l'épargne est celle qui l'assimile à la partie du revenu qui n'est pas consommée immédiatement. Cette définition keynésienne s'oppose à la conception néoclassique où l'épargne est une consommation différée dans le temps.

Dans le cas du Sénégal, quelle que soit l'approche retenue, il demeure évident que le niveau élevé de la pauvreté se traduit par une grande propension à consommer. De plus, les populations nanties qui réussissent à épargner préfèrent transférer leurs fonds à l'étranger.

Par ailleurs, les entreprises ont trois sources principales de fonds : l'autofinancement, l'emprunt bancaire et les marchés financiers.

Jusqu'à un passé récent, le marché financier au Sénégal était inexistant. La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (B.R.V.M.) qui couvre la zone U.E.M.O.A. pourra favoriser le drainage des capitaux vers la sous-région. Ce qui permettra de multiplier les possibilités de financement surtout à long terme. Mais pour être éligible à la cotation en bourse, l'entreprise doit sûrement être gérée de manière rigoureuse et saine.

Dans le contexte actuel où les entreprises ne bénéficient pas de liquidités importantes pour disposer d'un apport personnel suffisant, le crédit-bail constitue un moyen alternatif pour financer les investissements, en raison de sa souplesse. Entre 1988 et 1994, le crédit-bail a permis de financer 11% des investissements privés en équipements productifs des pays à revenu intermédiaire contre à peine 4% dix ans auparavant (Sources : Conseil Economique et Social du Sénégal, 1999).

Ces dernières années, avec la libéralisation de plus en plus visible des économies de l'U.E.M.O.A., le crédit-bail a connu un essor fulgurant.

Au Sénégal, après la société Locafrique, d'autres sociétés de crédit-bail ont vu le jour grâce à la banque CBAO en 1994, la BICIS en 1997 et la SGBS en 1999.

Au niveau sous-régional, il convient de noter entre autres l'existence de Fonds de Garantie des Investissements privés en Afrique de l'Ouest (fonds G.A.R.I.) depuis Décembre 1994. Ce fonds ambitionne de faciliter l'accès des entreprises à la dite zone aux financements à moyen et long terme, par le partage, avec les établissements de crédits, des risques liés à ces opérations.

II- La crise du système bancaire

En raison d'une politique de recouvrement inefficace, les banques ont été confrontées à une crise de liquidité sans précédent. Ce qui a occasionné une inaccessibilité des dépôts bancaires et une impossibilité des banques à soutenir les transactions financières.

A cause de la crise bancaire, des milliers de comptes devinrent inaccessibles à leurs propriétaires. Des chèques d'un montant dérisoire revenaient impayés bien que les comptes soient régulièrement approvisionnés.

La crise de liquidité est l'un des facteurs qui bloquent le bon fonctionnement de l'intermédiation financière au Sénégal. Elle est due essentiellement à un déséquilibre ressource-emploi et à la dégradation de la qualité du portefeuille des banques.

a- La situation financière des banques

Les ressources des banques sénégalaises sont essentiellement composées de dépôts et emprunts et les fonds permanents. La forte expansion des engagements des banques n'a manqué, malgré la remarquable progression des dépôts de la clientèle, d'engendrer d'importants déséquilibres qui ont fini par affecter la liquidité du système bancaire.

Il faut préciser que la liquidité d'une banque est liée à la structure de ses ressources, en comparaison de celle de ses emplois. Notons également que la qualité des emplois des banques est un facteur déterminant de la formation des ressources. En effet, la liquidité d'une banque dépend dans une large mesure de sa facilité à réaliser des actifs suffisants pour faire face à ses exigibles à court terme.

Globalement, la situation financière du système bancaire sénégalais a été caractérisée par un déséquilibre entre les ressources et les emplois des banques. Ce qui se traduit par une crise de liquidité accentuée par la dépréciation de la qualité des actifs bancaires. Cette situation a conduit les banques à recourir massivement aux concours de la Banque Centrale et dans une moindre mesure à ceux des correspondants extérieurs.

En somme, les ressources ont augmenté en moyenne de 14,8% par an alors que les emplois l'ont été de 25%. Ce qui accentué le déficit enregistré. Ainsi, le déficit de

trésorerie qui était chiffré à 39,7 milliards de dollars soit 27,3% de emplois a atteint en 1983 quelques 175,3 milliards représentant 46,12% des emplois et enregistrant un taux de progression moyen annuel de 52,03%.

Pour financer un tel déficit de trésorerie, les banques ont eu recours exclusivement aux concours de l'Institut d'Emission jusqu'en 1978. Ces derniers atteignent à cette date 71,2 milliards contre 42,9 milliards en 1976. Par ailleurs, l'Institut d'Emission a même financé le désengagement des banques vis à vis de leurs correspondants pour 3,2 milliards et 0,5 milliards respectivement en 1976 et 1977. A partir de cette date, les banques sénégalaises ont tiré sur leur correspondant extérieur à hauteur de environ de 13 milliards chaque année avec une légère baisse (9 milliards) en 1983. Ainsi, à partir de 1979 toute l'augmentation des besoins de trésorerie des banques a été consentie par le refinancement de la Banque Centrale, qui a ainsi accompagné dans une large mesure la politique expansionniste des banques.

b- Le besoin de trésorerie des banques

Une telle évolution de la situation financière des banques dans un contexte de crise devait fatalement se traduire en crise de liquidité. Les difficultés des entreprises du fait qu'elles ont enregistré des problèmes de remboursement ont dégradé par conséquent la qualité d'une partie importante du portefeuille des banques. En effet dans les emplois des banques figurent des créances gelées au titre des crédits douteux et litigieux et des crédits accordés à l'ex ONCAD. L'importance de ces emplois cristallisés pénalise lourdement les banques et les empêche de reconstituer leurs ressources afin de mieux remplir leur rôle d'intermédiaire financier. Des ressources importantes sont mobilisées pour l'entretien des crédits gelés.

Il faut rappeler à cet égard que les crédits douteux et litigieux et les crédits à l'ex-ONCAD (en terme d'encours) se sont globalement élevés de 44,5 milliards en 1976 à 87,5 milliards en 1984 représentant 30,6% du total des banques.

Entre 1970 et 1984, les crédits douteux et litigieux se sont accru de 19,2 milliards en passant de 0,8 à 20 milliards. Cette importante évolution est le résultat des tensions qui ont marqué l'économie sénégalaise durant les dernières années.

Il ressort que jusqu'en 1974, le niveau des crédits douteux et litigieux n'était pas élevé. Ce n'est qu'à partir de 1975 que ces crédits ont commencé à revêtir un caractère important, en se situant à cette date à 3,6 milliards soit un doublement par rapport à 1974. Cette progression s'est accentuée en 1976, année durant laquelle les douteux et litigieux ont affiché une augmentation de 2,4 milliards pour s'établir à 6 milliards.

Entre 1976 et 1984, le niveau de ce type de crédit a plus que triplé malgré un certain fléchissement en passant entre ces deux dates de 6 milliards à 20 milliards. Au cours de cette période l'essentiel de la progression enregistrée a été réalisé en 1982 (+5,1 milliards) et en 1984 (+7,5 milliards).

Au total, si la crise économique a été ici comme ailleurs un facteur aggravant, le fait que l'ensemble des banques n'ait pas été atteint par l'expansion des crédits douteux et litigieux montre que la politique des différentes banques a été déterminante pour l'expansion du phénomène observé.

Il résulte de ce qui précède que l'intermédiation financière au Sénégal fut affectée par le gel d'une partie importante des ressources disponibles affectées au refinancement d'emplois improductifs et gelés. Cependant, ce grave problème n'est pas le seul handicap de l'économie sénégalaise. En effet, un déséquilibre très marqué continue de caractériser la structure du crédit dont la partie à court terme

constitue l'écrasante majorité. Cette situation, qui semble indiquer la difficulté du système bancaire à assumer son rôle de transformation en faveur de l'investissement et des activités productives, est également un facteur significatif du fonctionnement de l'intermédiation financière au Sénégal.

Section 3 : Réformes financières au Sénégal

Le gouvernement sénégalais a entrepris un vaste programme de restructuration du système bancaire. Celui-ci entrait dans le cadre des réformes des années 70 et celles de la fin des années 80. Ce programme mettait précisément l'accent au cours des premières années sur l'assainissement de la situation financière et la restructuration de la capacité de financement des entreprises et des banques. Le plan de réforme ainsi adopté par le gouvernement fixait trois niveaux d'intervention : les objectifs du plan sectoriel, les modalités de l'assainissement financier et la mise en œuvre des plans d'action.

I- Les objectifs du plan sectoriel

Le plan de réforme avait cinq objectifs : l'assainissement financier des banques, l'allégement de l'implication financière de l'Etat dans le système bancaire, le réaménagement des structures bancaires existantes, l'amélioration du système d'intermédiation financière et la préservation de l'assainissement du système bancaire.

L'assainissement financier des banques visait à rétablir les équilibres fonctionnels et réglementaires applicables aux institutions de crédit. Les résultats attendus pouvaient se résumer ainsi :

- assurer une liquidité correcte des banques ;

- ramener le fonctionnement de la BCEAO en deçà du ratio réglementaire de 35% en vue de faciliter l'ajustement de la trésorerie en cas de besoin ;
- dégager les capitaux nécessaires pour équilibrer les emplois immobilisés y compris en crédit ;
- respecter les ratios de solvabilité ;
- enfin, redresser l'exploitation.

Mais, pour atteindre ces résultats il fallait respecter un certain nombre de contraintes notamment la prise de mesures internes de gestion, le recouvrement des créances, l'obtention d'apport financier, le respect des équilibres monétaires, la limitation des engagements susceptibles d'être pris par l'Etat pour l'assainissement etc...

l'Etat est impliqué dans le système soit comme actionnaire, soit comme débiteur direct ou indirect, soit enfin comme gérant de solvabilité des banques vis à vis de la Banque Centrale et des déposants. Il était question de réduire sensiblement le poids de l'implication financière de l'Etat dans les banques. C'est ainsi qu'il fut décidé que l'Etat doit alléger son contrôle dans le capital des institutions bancaires.

Le réaménagement des structures bancaires existantes concernait essentiellement les banques publiques. C'est en partant de leurs résultats médiocres qu'a été envisagé le réaménagement de leur organisation et de leurs activités. Ce réaménagement devait se traduire notamment par une réorganisation du secteur bancaire. C'est le retour sinon à une spécialisation des établissements du moins à des vocations mieux affirmées et une meilleure coordination de leur action. En fait, le véritable enjeu du réaménagement du secteur bancaire public était celui de garantir la présence de la puissance publique dans un secteur sensible sans qu'elle ait un poids dominant.

L'amélioration du système d'intermédiation financière était un domaine où des insuffisances notables existaient. Cela devait logiquement aboutir à un accès facile au crédit pour les PME-PMI et, à une facile collecte de l'épargne par les institutions financières. En gardant à l'esprit que la faiblesse de l'épargne déjà très manifeste, serait encore plus difficile avec la crise de confiance du public vis à vis du système bancaire.

La préservation de l'assainissement du système bancaire était la condition que la Banque Centrale exigeait de la puissance publique afin de consolider les soldes débiteurs de certaines banques à savoir : BNDS, SONAGA, USB, ASSURBANK.

Les actions pour parvenir à la préservation de l'assainissement bancaire visent :

- à l'échelon des établissements, à améliorer le fonctionnement et la qualité des instances dirigeantes appelées à orienter l'activité, à renforcer le contrôle de gestion ;
- à l'échelon des autorités, à améliorer la tenue des comptabilités bancaires, les documents d'analyse, le contrôle préventif et, mettre en œuvre plus précocement et plus rapidement le retour à une position correcte à l'égard de la réglementation. Pour ce faire, les ratios de gestion imposés aux banques permettent d'atteindre ces objectifs.

II- Les modalités d'assainissement

Le second niveau d'intervention du plan de restructuration concernait les modalités d'assainissement. Une question était de définir les objectifs à atteindre, une autre était d'en obtenir les moyens. Aussi, fallait-il prendre un certain nombre de mesures financières, en plus des actions de redressement à prendre.

Le système bancaire est très hétérogène tant au niveau de son actionnariat, de sa vocation (banque commerciale, banque de développement) qu'au niveau de ses déséquilibres (qui peuvent être globaux ou limités à la trésorerie, à l'exploitation ou à la structure financière). De ce point de vue, une certaine diversité des moyens est à mettre en œuvre. Ainsi, le rapport adopté a envisagé un ensemble de mesures financières pour couvrir les besoins des banques. Les ressources nécessaires peuvent être procurées par :

- des rapports de capitaux, pris par les actionnaires pour la reconstitution des fonds propres. Quant à l'Etat, il y contribue dans le cadre de sa politique de désengagement ;

- la consolidation des soldes débiteurs et des créances gelées auprès de la BCEAO sous couvert des remboursements à la charge des établissements ;

- des versements de l'Etat dans la mesure où ils peuvent être inclus dans le tableau des opérations financières (TOF) pour règlement de ses dettes ;

- la mobilisation d'un emprunt extérieur à un taux consenti à l'Etat pour être rétrocédé aux partenaires. Ces emprunts sont remboursables par les établissements bénéficiaires grâce aux recouvrements de créances immobilisées.

Les actions de redressement tournent essentiellement autour de deux points : les plans de consolidation auprès de la Banque Centrale et, la mobilisation des ressources très concessionnelles.

Les plans de consolidation concernaient la BNDS, la SONAGA, la SONABANQUE, l'UBS, et l'ASSURBANK. l'avantage de ces plans c'est qu'ils permettent une stabilisation des ressources de trésorerie. Toutefois ils doivent être combinés à d'autres actions pour pouvoir assainir la situation des banques.

De plus, les plans de consolidation même limités et avec les conditions dont ils sont assortis imposent une charge financière très élevée pour l'Etat. En effet, il revient à l'Etat de garantir les consolidations même si leurs remboursements incombent aux banques elles-mêmes. C'est ainsi que les engagements à couvrir par l'Etat ont été évalués à 96,7 milliards de francs CFA.

Concernant la mobilisation des ressources très concessionnelles, le rapport estime qu'elle est indispensable non seulement pour couvrir les besoins non repris en compte dans le TOF, mais également pour assurer les règlements publiques qui conditionnent le remboursement de la consolidation. A ce titre, le rapport compte sur un prêt sectoriel à taux concessionnel chiffré à 57 milliards pour permettre à l'Etat de faire face à ses apports comme actionnaire et aux soldes débiteurs à sa charge.

Ainsi donc se présente le plan sectoriel de restructuration qui devrait théoriquement assainir le système bancaire. Cependant, il faut noter que la mise en œuvre ce plan était tout à fait en porte à faux avec les prévisions de départ. Cela nous amène à examiner l'application de la réforme du système bancaire.

III- Les différentes réformes

Le plan de réforme fut mis en œuvre au mois d'Août 1989 pour le secteur public et ASSURBANK. Il devait respecter les délais fixé par l'UMOA qui donnait le mois de Décembre 89 comme date butoir pour l'achèvement des plans de restructuration entamés dans l'union. Il devait aussi être inscrit dans le délai de mise en œuvre signé avec les bailleurs qui s'étaient du 21 Décembre 89 au 31 Décembre 91. Ainsi, suivant ces délais, les pouvoirs publics procédèrent à la restructuration des banques en faillite avec d'un côté les établissements publics et de l'autre les

établissements privés. Le dernier volet de la réforme sera la création d'une structure chargée du recouvrement des créances des banques.

Devant le délai imminent imparti par l'UEMOA pour achever la restructuration du système bancaire, l'Etat décidait en Août 89 de liquider purement et simplement les banques publiques et parapubliques. Mais à la surprise général, il incluait parmi ces établissements, ASSURBANK, une banque essentiellement privée. Il convient alors de s'interroger sur l'inclusion d'ASSURBANK dans les banques publiques et parapubliques à liquider avant d'examiner l'opération de liquidation proprement dite.

ASSURBANK est créée en 1987 sur les cendres de l'ex Banque Commerciale du Sénégal (BCS) qui a été liquidée la même année avec un passif de l'ordre de 9,5 milliards de francs. A l'origine, les assureurs nourrissaient le projet de créer une banque qui puisse répondre efficacement à leurs préoccupations. A cet effet, un accord fut signé entre les actionnaires et l'Etat qui était guidé par l'attitude des retombées économiques et financières que ne manquait pas de provoquer la liquidation d'une banque. Aux termes de cet accord, les actifs de la BCS seraient cédés à ASSURBANK qui s'engageait en contrepartie à reprendre à son compte le passif de cette banque. L'Etat se porte garant auprès de la Banque Centrale des impayés litigieux et contentieux. Un tel protocole d'accord devait être signé avec la BCEAO consolidant les créances de 5 milliards dues à la BCEAO par la BCS.

Dans le rapport LENOIR, il était question de penser à une liquidation pure et simple et en raison de leur situation médiocre et critique de certains établissements. La liquidation ainsi envisagée, concernait la BNDS, la SOFISEDIT, la, SONAGA/SONABANQUE et la CNCA qui ont vu leurs activités transférées à un autre établissement.

La solution de la liquidation et de la fusion, telle que préconisée dans le rapport ne sera pas appliquée.

Les banques du secteur privé n'ont pas échappé à la faillite. Il s'agissait : de la BIAO, de DAAR AL MAAL AL ISLAMI , de l'USB, et de la BSK.

Après la faillite de ces banques la Société Nationale de Recouvrement (SNR) est créée sur l'instance des bailleurs.

La SNR a essentiellement pour but le recouvrement des créances gelées des banques en faillite. Aussi, appartient-il à l'Etat d'assurer les conditions d'un recouvrement correct des créances pour le remboursement des dépôts gelés de la clientèle des banques dissoutes.

Section 3 : Impact des réformes sur les performances macro-économiques

Les réformes mises en œuvre à partir de la fin des années 1989 ont engendré d'abord une nouvelle configuration du système bancaire. La taille du réseau bancaire s'est considérablement réduite traduisant ainsi un système bancaire plus concurrentiel . Le nombre d'institutions bancaires (cf Tableau 1) qui a augmenté régulièrement au cours des années 80 et qui a culminé à 16 en 1989 a baissé dans les années 90 pour se stabiliser à 9 en 1998 (A. Mbaye et B. Niang 2000).

De plus, en 1999, on comptait une agence bancaire pour 146500 habitants (A. Diagne et G.Daffé 2002).On constate, cependant, une nette amélioration de la situation financière des banques et établissements financiers de puis 1994.

Tableau1 : Evolution du réseau bancaire

Années	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Nombre de banques	10	10	12	12	13	14	14	15	15

Années	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Nombre de banques	16	12	10	10	9	9	9	9	9	9

Source : BCAA

Cependant il importe de mesurer les effets de ces réformes sur l'allocation des crédits et donc sur la croissance économique.

L'examen de l'impact du secteur financier sur la croissance au Sénégal présuppose une claire compréhension du marché du crédit. En effet, l'importance des besoins de financement dans un contexte de croissance soutenue requière de la part du système bancaire une politique plus active en matière d'octroi de crédit.

Le marché du crédit au Sénégal a déjà fait l'objet de nombreux débats, notamment du fait de la récente crise bancaire qui a secoué l'économie sénégalaise.

En fonction de la situation économique, la Banque Centrale des Etats d'Afrique de l'Ouest (B.C.E.A.O.) met en œuvre des mesures appropriées de politique monétaire. Les taux directeurs constituent entre autres des instruments adéquats. Ce

sont des crédits à court terme accordés aux banques primaires par la B.C.E.A.O., en échange d'effets commerciaux. Par exemple, durant le premier trimestre 1998, face au niveau élevé des crédits à l'économie dans l'union, elle a procédé à un relèvement de ses taux directeurs qui passèrent de 5,5% à 5,75% pour le taux de pension et de 6% à 6,25% pour le taux d'escompte. En Juin 2000, le taux de pension est passé de 5,25% à 6% et le taux d'escompte de 5,75% à 6,50% (sources : B.C.E.A.O.). Un taux d'escompte bas permet aux banques d'emprunter moins onéreusement auprès de la Banque Centrale. Ce qui leur permet d'accroître le crédit à l'économie. dans une situation de relance comme celle que vit actuellement le Sénégal, un abaissement des taux directeurs permet d'élever le niveau du crédit.

Avec la libéralisation, le crédit-bail a connu un essor fulgurant et représentait autour de 30 milliards de francs CFA à la fin de l'année 1998 au sein de l'union (Source : Conseil Economique et Social du Sénégal, 1999). Après la société Locafrique, d'autres sociétés de crédit-bail ont vu le jour grâce à la banque CBAO en 1994, la BICIS en 1997 et la SGBS en 1999.

Le capital-risque constitue une autre forme de financement des investissements mais n'arrive pas à s'imposer au Sénégal du fait notamment du régime fiscal auquel il est soumis. Le principe s'articule autour d'une participation minoritaire et son retrait programmé au terme d'un certain nombre d'années. la présence de la société de capital-risque dans l'actionnariat induit une dose de rigueur et rassure les partenaires de l'entreprise, notamment les partenaires financiers. La première société de capital-risque fut créée le 22 Décembre 1992 sur initiative de la banque CBAO.

Par ailleurs, l'analyse du crédit intérieur au Sénégal a permis d'arriver aux principaux résultats suivants.

Tableau 2 : Evolution du crédit à l'économie et du crédit à l'Etat

Agrégats (en milliards)	Crédit net à l'économie	Crédit net à l'Etat
1970	37,5	0,0
1980	265,1	28,7
1985	403,5	150,7
1994	353,7	172,0
1995	358,6	179,5
2000	625,1	160,2

Source : DPS/MEF

En pourcentage du PIB, le crédit net à l'économie a connu pendant la période 1970-2000, une forte hausse relativement passant de 37,6 milliards à 625,1 milliards (cf Tableau 2). De même que le crédit net à l'Etat est passé de 0,0 milliard en 1970 à 160,2 milliards en 2000 traversant une évolution favorable en 1980 et 1995. En effet, depuis les réformes et la dévaluation, la tendance était à la réduction de la compétition entre l'Etat et le secteur privé dans la disponibilité des crédits.

Parallèlement au secteur bancaire, les systèmes de financement décentralisés (SFD) participent à la collecte de l'épargne. Ils allouent des crédits à court terme (deux à douze mois) et dans une moindre mesure à moyen et long terme avec un taux d'intérêt de 2% par mois. Ces systèmes financiers décentralisés ont comme principaux objectifs de contrôler leur croissance et d'assurer leur pérennité financière. Ils mettent à la disposition des opérateurs des lignes de crédit octroyées par les bailleurs de fonds dans le cadre de leurs programmes d'appui au développement du secteur informel. Ces structures ne doivent pas faire de profits. Les excédents qu'elles enregistrent sont utilisés comme ristournes pour encourager les débiteurs à s'acquitter de leurs engagements ou servent à financer des activités socio-éducatives. Entre 1996 et 1997, le total des lignes de crédits domiciliés dans

les SFD est passé de 1,6 milliards à 2,4 milliards de F CFA soit une augmentation de 50%.

Au niveau des assurances, l'organisation structurelle repose sur : les organismes de gestion, les organismes de distribution et les organisations patronales. Les produits d'assurance se limitent à ceux dits d'assurance vie et de capitalisation des autres produits (incendie, accident, risques divers et transport) dit assurance de dommage.

L'investissement privé est une des variables les plus proches de la croissance économie. Il a connu une évolution de 10,6% entre 1970-1979 contre 12,7% entre 1994-2000 alors que celle du PIB est respectivement 3% et 4,9% (cf Tableau 3).

Tableau 3 : Evolution de l'investissement privé et du PIB

Indicateurs	1970-1979	1980-1984	1985-1993	1994-2000
Invpriv (en % du PIB)	10,6	8,2	8,5	12,7
PIB	3	1,8	2,2	4,9

Source : calculs à partir des données tirées de FMI, Statistiques financières internationales, divers numéro.

En ce qui concerne le capital humain, les taux de scolarisation sont passés pour les dix dernières années au niveau national de 55,8 en 1991/92 à 68,3% en 1999/2000 ; soit une progression de 12 points en huit ans (cf Tableau 4).

Tableau 4 : Evolution du taux de scolarisation

Années	1991/92	1994/95	1999/2000
--------	---------	---------	-----------

Taux	55,8	54,6	68,3
------	------	------	------

Source : DCEF/MEF

La période 1991/1992 et 1994/1995 a été marquée par une tendance à la baisse passant de 55,8 % à 54,6%. La tendance s'est renversée entre 1994/95 et 1999/2000 avec un taux brut de scolarisation passant de 54,6% à 68,3% soit un gain de 13,8 points en cinq ans.

Chapitre 2 : Revue de la littérature

De nombreux travaux théoriques ont montré que l'intermédiation financière est susceptible d'avoir des effets positifs sur la croissance. Par leurs capacités d'expertise spécifiques et leur accès privilégié à l'information, les banques sont à même d'assurer un financement optimal des projets d'investissement. Un système financier développé est alors capable de jouer sur le taux de croissance.

Les principales fonctions du système financier méritent d'être rappelées avant d'examiner son lien avec la croissance.

Section 1 : Les principales fonctions du système financier

Les coûts de transaction et d'acquisition de l'information créent des incitations pour l'émergence de marchés financiers. Le système financier permet de résoudre le problème posé par l'information et les coûts de transaction. Différents types et combinaisons d'information et des coûts de transaction engendrent des contrats financiers, des marchés et des institutions.

Pour permettre d'améliorer les coûts de transaction et d'information, les systèmes financiers fournissent une fonction fondamentale : ils facilitent l'allocation des ressources, dans le temps et dans l'espace, dans un environnement incertain (Merton and Bodie 1995). Cette fonction fondamentale englobe cinq fonctions de base.

Particulièrement, les systèmes financiers :

- i. facilitent le commerce en limitant et en diversifiant le risque ;
- ii. distribuent les ressources ;

- iii. contrôlent les managers et exerce un contrôle sur le personnel ;
- iv. mobilisent l'épargne et ;
- v. facilitent les échanges de biens et services.

i- La diversification des risques

En présence d'informations spécifiques et des coûts de transaction, les marchés et les institutions financières peuvent faciliter le commerce en restreignant et en diversifiant le risque. Nous allons considérer deux types de risque : le risque de liquidité et le risque caractéristique.

La liquidité est la liberté et l'action par laquelle les agents peuvent couvrir leurs investissements en pouvoirs d'achat aux prix en vigueur. L'asymétrie d'information et les coûts de transaction peuvent inhiber la liquidité et intensifient ainsi le risque de liquidité. Ce qui provoque des incitations pour l'émergence d'institutions et de marchés financiers qui augmentent la liquidité. Les marchés de capitaux liquides, cependant, sont des marchés où il n'est pas cher d'échanger les instruments financiers et où il existe une faible incertitude sur la durée et l'organisation de ces commerces.

Les économistes ont modélisé l'émergence des marchés financiers en réponse du risque de liquidité et ont examiné comment les marchés financiers peuvent affecter la croissance économique. Ainsi, le système financier qui facilite la diversification du risque peut accélérer l'innovation technologique et la croissance économique (King and Levine 1993).

ii- L'amélioration de l'affectation des ressources

Les épargnants n'ont pas le temps, la capacité ou les moyens pour collecter et traiter les informations relatives aux conditions des entreprises, des managers et de l'économie. Ils sont réticents à investir dans des activités où l'acquisition de

l'information est coûteuse. En réponse à ce coût informationnel, des groupes d'individus peuvent former des intermédiaires financiers pour économiser sur le coût de l'information. Ce qui permet d'améliorer substantiellement l'allocation des ressources avec ses implications correspondantes pour la croissance économique. En effet les économistes qui se situent dans la tradition classique voient le taux d'intérêt comme le prix équilibrant l'offre et la demande d'épargne destinée à l'acquisition de biens capitaux. Autrement dit, le taux d'intérêt est une récompense à l'épargne, censée combler la préférence intertemporelle des agents économiques. Le taux d'intérêt est donc déterminé dans ce cas par le taux de préférence intertemporelle qui est supposé positif, de telle sorte que l'épargne est une fonction croissante du taux d'intérêt. Du point de vue de l'investisseur par contre, le taux d'intérêt est déterminée par la productivité marginale du capital ; la demande d'investissement est dans ce cas une fonction décroissante du taux d'intérêt. A l'équilibre, le taux d'intérêt est obtenu au point d'intersection entre la courbe d'offre (croissante) et la courbe de demande (décroissante).

iii- Surveillance des managers et contrôle du personnel

Les contrats, marchés et intermédiaires financiers peuvent diminuer les coûts d'acquisition en renforçant les coûts de surveillance des managers et en exerçant un contrôle sur le personnel. Par exemple, les propriétaires de firme peuvent créer des arrangements financiers qui incitent les managers à gérer la firme de façon efficiente. Aussi, les créiteurs, les banques et les actionnaires –qui ne managent pas la firme- peuvent proposer des avantages incitatifs qui amènent les propriétaires et les managers à piloter la firme de façon optimale. En terme de croissance à long terme les arrangements financiers qui facilitent le contrôle du personnel tendent à promouvoir une accumulation du capital plus rapide et la croissance du fait d'une meilleure allocation du capital.

iv- Mobilisation de l'épargne et développement de l'échange

La principale contribution du système financier à la croissance repose sur l'établissement d'un système de paiement efficace et évolutif. L'existence d'un moyen d'échanges fiable est une condition nécessaire à la croissance. En son absence, des coûts de transaction prohibitifs empêcheraient la réalisation des gains de productivité associés à la division du travail et le début d'une quelconque croissance économique. Les systèmes de paiement évoluent dans le même sens que la croissance économique. La croissance entraîne des gains de productivité, mais aussi une ouverture de nouveaux marchés et une diversification incessante des biens échangés.

L'existence de marchés financiers ou d'intermédiaires bancaires peut assurer une meilleure mobilisation de l'épargne disponible en facilitant l'accumulation des ressources financières de l'économie. Cela permet l'emploi de technologies plus rentables qui nécessitent un investissement initial très élevé. En exploitant de manière plus efficace les opportunités d'investissement, les placements peuvent fournir un rendement relativement plus élevé aux épargnants. En même temps ils contribuent directement à la hausse de la productivité du capital et donc à l'accélération de la croissance.

Les systèmes financiers qui sont les plus efficaces dans la mobilisation de l'épargne des individus peuvent affecter profondément la croissance économique. En effet non seulement ils facilitent l'accumulation du capital mais surtout permettent une meilleure mobilisation de l'épargne. Ce qui favorise ainsi une meilleure allocation des ressources et l'innovation technologique.

Section 2 :L'impact du développement financier sur la croissance économique

Des études aussi bien théoriques qu'empiriques ont établi que le développement financier et la croissance économique sont intimement liés.

I-Travaux théoriques

Le système financier assure la liquidité dans les économies monétaires. Les agents, en particulier les ménages qui sont la principale source d'épargne, ont une préférence certaine pour la liquidité. Le désir de liquidité le conduit à préférer des placements liquides à des engagements plus ou moins irréversibles dans des projets d'investissement ; même plus productifs. Ainsi, les banques en assurant la liquidité de l'épargne des ménages permettent une augmentation des taux d'investissement. Le développement financier a un double effet sur la croissance économique. D'une part, le développement des marchés financiers domestiques peut améliorer l'efficacité de l'investissement. D'autre part, l'intermédiation financière peut contribuer à l'augmentation du taux d'épargne et partant du taux d'investissement. Le premier effet est confirmé par Goldsmith (1969), qui a trouvé également une corrélation positive entre développement financier et le niveau du PIB réel rapporté au stock de capital. Il attribue cette corrélation à l'effet positif qu'a le développement financier dans l'augmentation de l'efficacité du stock de capital. Il estime également que le processus de croissance a des effets feedback sur les marchés financiers en créant des incitations pour un développement financier plus large.

McKinnon et Shaw (1973) développent cette idée en estimant que l'approfondissement financier implique non seulement une forte productivité du capital mais également un taux d'épargne très élevé et, donc un volume important d'investissement. Ils estiment que ces politiques mènent à la répression financière, par exemple, les contrôles résultant des taux d'intérêt négatifs réduisent les incitations à épargner. Or une faible épargne entraîne un investissement faible et par conséquent d'une croissance faible. Ainsi ils concluent que les taux d'intérêt résultant de la libéralisation financière amènent les ménages à augmenter leurs épargnes.

Galbis (1982) préconise la libéralisation du système financier. Toutefois, il souligne que cela nécessite l'existence d'un système financier concurrentiel. Sinon, en l'absence de cette condition, libéraliser les taux d'intérêt pourrait augmenter le pouvoir des entreprises financières monopolistiques qui exploiteront alors les imperfections du marché pour augmenter le « spread » entre les taux débiteurs et créditeurs.

Taylor (1983) et Van Wijnbergen (1983) affirment que la libéralisation financière ignore les effets négatifs que des taux d'intérêt réels élevés peuvent avoir sur les coûts et la demande globale dans une économie. Les fondements de cette dernière analyse sont d'inspiration keynésienne. Pour ces auteurs, une augmentation des taux d'intérêt nominaux a pour effet d'accroître les coûts des entreprises à travers une hausse des coûts du crédit à court et long terme. Il en résultera une augmentation des prix et une baisse des salaires réels. La diminution du pouvoir d'achat réduira alors la demande globale et la capacité d'utilisation des équipements des entreprises. Etant donné que la demande d'investissement est liée au degré actuel de l'utilisation de la capacité de production, les taux d'intérêt réels plus élevés réduiront l'accumulation de capital.

Diaz-Alejandro (1985), par exemple, trouve que l'expérience de l'Amérique latine montre que l'approfondissement financier est incompatible avec l'augmentation de l'épargne ; cependant, la principale contribution de l'approfondissement financier sur la croissance serait perçue au niveau de la hausse de la productivité marginale du capital et non sur le niveau de l'épargne et de l'investissement.

Bencivenga et Smith (1991) présentent un modèle dans lequel les individus font face, de façon incertaine, à leurs besoins de liquidité pour le futur. Ils peuvent donc l'investir dans un actif liquide – qui est sûr mais a une productivité faible- et/ou dans un actif non liquide- qui est risqué mais a une productivité très élevée. Dans cette étude, la présence de l'intermédiation financière augmente la croissance économique en canalisant l'épargne vers les activités à forte productivité.

En l'absence d'intermédiaires financiers, les individus peuvent être amenés à liquider leur investissement dès que des besoins de liquidité se font sentir. Ainsi la présence des banques engendre des bénéfices liés à l'élimination des liquidités non utilisées. Bencivenga et Smith (1991) montrent dans leur modèle que la croissance augmente même si l'épargne agrégée est réduite par le développement financier.

Levine (1992) analyse les effets des structures financières alternatives sur la croissance économique. Dans ce modèle, les institutions financières élèvent la fraction de l'épargne totale consacrée à l'investissement et prévoient la liquidation prématurée du capital. Les banques, les mutuelles d'épargne etc ...profitent à la croissance en améliorant l'efficacité dans l'allocation de l'investissement à travers divers canaux.

Saint-Paul (1992) développe un modèle où les marchés financiers affectent le choix technologique. Dans ce modèle les agents ont la possibilité de choisir entre deux types de technologie. Une technologie à haute flexibilité qui permet une diversification des produits mais à faible productivité ; l'autre est rigide, plus spécialisée et plus productive. L'économie est exposée aux chocs provenant des

préférences qui pourraient résulter d'un excès d'offre de certains produits. Donc, en l'absence d'aversion de risque dans les marchés financiers les individus peuvent préférer une flexibilité technologique plutôt qu'une forte productivité. Les marchés financiers, au contraire, permettent aux individus de diversifier leur portefeuille pour se prémunir des chocs de la demande et, en même temps, de choisir la technologie la plus productive.

Dans une approche différente, Roubini et Sala-i-Martin (1992) analysent la relation entre l'intermédiation financière et la croissance en mettant l'accent sur le rôle de la politique économique. En particulier, ils développent un modèle dans lequel la répression financière devient un outil que le gouvernement peut utiliser pour accroître ses recettes fiscales. Ainsi la répression financière engendre un fort seigneuriage pour financer les dépenses. Roubini et Sala-i-Martin montrent qu'une forte évasion fiscale amène les pouvoirs publics à réprimer le système financier et provoquer un taux d'inflation élevé dans une tentative de générer des revenus provenant de la taxe sur l'inflation. Puisque la répression financière réduit la productivité du capital et diminue l'épargne, elle freine la croissance.

Dans le même sens, Johnston et Brekh (1993) ont noté qu'un nombre croissant de pays en voie de développement ont commencé à utiliser des instruments indirects de contrôle monétaire pour atteindre des objectifs de politique économique. La décision d'introduire des instruments plus orientés vers le marché reflète un certain nombre de facteurs, dont le désir de libérer les marchés des contrôles administratifs qui tendent à inhiber l'allocation optimale des ressources.

Par contre d'autres auteurs s'opposent à la théorie de la libéralisation financière.

L'hypothèse de McKinnon et Shaw a été critiquée par un nombre important d'auteurs.

De Gregorio (1993), Jappelli et Pagano (1994) analysent les effets du développement des marchés financiers sur le taux d'épargne. Ils concentrent leur attention sur les contraintes de l'endettement sur la croissance économique. Ce travail met en évidence le lien entre les effets de la répression financière sur le côté de la production et ses effets sur le comportement des ménages. Le résultat commun de ces deux études est que l'incapacité totale ou partielle des individus à emprunter les pousse à augmenter leurs épargnes. La raison est que quand les individus sont incapables de s'endetter, ils doivent constituer une richesse en augmentant leurs épargnes pour financer leurs consommations courantes. Ainsi ces études suggèrent que l'approfondissement financier, en général, augmente l'épargne.

II- Expériences des libéralisation financière

L'expérience de certains pays qui ont mené des programmes de libéralisation financière suggère que les chances de réussite de ceux-ci dépendent étroitement à la fois des conditions macro-économiques de départ et de l'efficacité du cadre institutionnel dans lequel fonctionne le système bancaire. En fait, les crises financières et l'effondrement du système bancaire dans les pays de l'Amérique latine ont remis en question l'opportunité même d'une politique de libéralisation financière. Les échecs des libéralisations financières ont été particulièrement marqués en Argentine (1977-81), au Chili (1976-82) et en Uruguay (1974-82) qui ont mis en place de vastes réformes. La première caractéristique commune de ces trois expériences est qu'elles ont été menées dans un contexte d'extrême instabilité macro-économique, caractérisé par une forte accélération de l'inflation et une récession de l'activité économique résultant du premier choc pétrolier. Lors de la mise en place des programmes de libéralisation dans ces trois pays, le taux

d'inflation des prix à la consommation était de l'ordre de 176% en Argentine (1977), 234% au Chili (1976) et 77% en Uruguay (1974). La deuxième caractéristique commune de ces expériences est que la libéralisation du système financier a été intégrée dans des programmes plus vastes de réforme économique. Les différences entre ces trois expériences concernent notamment l'échelonnement dans le temps des mesures de libéralisation. Par exemple, alors que les mouvements des capitaux ont été libérés d'emblée en Argentine et en Uruguay, cette réforme n'est intervenue que dans une phase ultérieure au Chili (1980).

Dans ces pays l'objectif de ces réformes était le même : il s'agissait de stabiliser l'économie et maîtrisant l'inflation galopante et, en même temps, de relancer durablement la croissance par la réorientation des ressources vers des biens exportables (libéralisation commerciale) et par l'affectation de l'investissement aux usages les plus productifs (libéralisation financière).

A l'origine de l'échec des trois expériences de libéralisation financière se trouve le niveau excessivement élevé des taux d'intérêt réels auquel elles ont conduit. Il est à cet égard caractéristique qu'au Chili le taux d'intérêt réel sur les prêts bancaires en monnaie nationale a atteint 38% en moyenne sur la période 1976-82. Comme il n'a pratiquement pas d'activités économiques qui soient rentables à des taux d'intérêt réels aussi élevés pour des périodes aussi longues, cette politique a provoqué la faillite d'un grand nombre d'entreprises, entraînant l'effondrement du système bancaire.

La hausse des taux d'intérêts réels est une conséquence prévisible de la libéralisation financière. Elle est même souhaitable pour mobiliser l'épargne et renforcer le développement du système financier. Cette hausse des taux d'intérêt s'est effectuée de manière progressive et dans des conditions de croissance et de stabilité macro-économique (par exemple le Japon, la Corée et la Malaisie). En raison précisément des conditions macro-économiques favorables, les difficultés

entraînées dans le secteur financier par la hausse des taux d'intérêt ont pu être compensées dans ces pays.

Le deuxième facteur qui explique la hausse excessive explique la hausse excessive des taux réels est la faiblesse du cadre réglementaire prudentielle et de supervision du système bancaire des trois pays. Les entreprises en difficulté avaient de plus en plus recours au crédit bancaire pour parvenir à rembourser les intérêts de leurs dettes et assurer leur survie. Cela a créé une demande artificielle de crédit bancaire qui renforcé la montée des taux d'intérêt réels. Les banques de leur côté ont été obligées de satisfaire ces demandes de crédit pour « masquer » leur insolvabilité, en raison des montants considérables de créances douteuses accumulées dans leur actif. Pour collecter les fonds de plus en plus importants, elles ont été amenées à augmenter constamment les taux d'intérêt proposés sur les dépôts, fragilisant ainsi davantage leurs bilans.

Un facteur supplémentaire qui explique le soutenu de la demande de crédit est l'augmentation constante du nombre d'entreprises en difficulté, notamment dans le secteur des biens échangeables.

Les effets négatifs de la libéralisation financière sur la croissance économique en Amérique latine ont été confirmés par De Gregorio et Guidotti (1995) dans l'optique des relations économétriques de convergence conditionnelle. L'estimation d'une régression sur des données de panel pour pays d'Amérique latine fait apparaître un effet significativement négatif du ratio crédit au secteur privé/PIB (qui est utilisé comme indicateur de développement financier) sur le taux de croissance du PIB par habitant. Cette influence négative est obtenue après avoir contrôlé l'effet des différents facteurs influençant la croissance comme, le développement éducatif et le niveau d'investissement ou le taux d'inflation. Elle ne paraît cependant significative que sur les années 1970-80 qui ont été précisément marquées par les expériences marquées de libéralisation financière.

Section 3 : La possibilité d'existence d'équilibres multiples

Un travail théorique récent a incorporé le rôle des facteurs financiers dans un modèle de croissance pour tenter d'expliquer formellement les interactions entre marchés financiers et croissance économique à long terme. Greenwood et Jovanovic (1990) présentent un modèle dans lequel l'intermédiation financière et la croissance sont tous les deux endogènes. Dans leur étude, le rôle des institutions financières est de collecter et d'analyser les informations susceptibles de canaliser les fonds disponibles vers les activités d'investissement les plus rentables. Puisque les activités créées par les intermédiaires financiers engendrent des coûts Greenwood et Jovanovic montrent qu'il existe une double relation causale positive entre croissance économique et développement financier. D'une part, le processus de croissance stimule une plus grande participation des marchés financiers en facilitant la création et l'expansion des institutions financières. D'autre part les institutions financières, en collectant et en analysant les informations provenant des investisseurs potentiels, permettent de rendre projets d'investissement d'être entrepris de façon plus efficace et profitable et stimulent ainsi l'investissement et la croissance. Comme le souligne Levine (1992), la croissance économique influence même le type de systèmes d'intermédiation financière que l'économie peut supporter. Lorsque le revenu par habitant est relativement peu élevé, l'économie choisira de développer des intermédiaires financiers « simples » qui ont pour mission essentielle de mobiliser l'épargne de diversifier les risques de productivité et de gérer les risques de liquidité. L'accroissement de revenu par habitant permet à l'économie de développer des intermédiaires financiers « sophistiqués », qui assument aussi des fonctions plus coûteuses de recherche d'information sur les projets d'investissement et qui identifient les innovations les rentables.

Berthélémy et Varoudakis (1996) estiment que la réciprocity entre le développement financier et la croissance peut donner naissance à des effets de seuil dans la mesure où les coûts d'organisation de réseaux d'intermédiation sont des coûts fixes. Ce n'est qu'après avoir franchi certains seuils de revenu par habitant que l'économie choisira de développer les différents types d'intermédiation et qu'elle pourra bénéficier de leur effet positif sur la croissance. Dans les travaux précités, ces seuils critiques de revenu sont considérés comme exogènes. Néanmoins, leur présence soulève la possibilité d'existence de deux types de « relations circulaires » entre le développement financier et la croissance :

- en premier lieu, une configuration « vertueuse » où le niveau élevé de revenu soutient un développement suffisant du système financier qui, à son tour, permet de promouvoir la croissance ;
- en second lieu, un piège de sous-développement où le faible niveau de revenu ne permet pas le déploiement du système financier. Ce qui bloque l'affectation des ressources à l'investissement et affaiblit la croissance.

La possibilité d'existence d'équilibres multiples implique que les seuils critiques de développement économique et de développement du système financier qui les caractérise sont en réalité endogènes. En effet, selon Saint-Paul (1992), si les institutions financières sont insuffisamment développées, la diversification des risques se fera par le choix de technologies moins spécialisées et donc peu productives. La réduction des risques entraînée par la flexibilité technologique affaiblit cependant les incitations à développer les marchés financiers ou les réseaux d'intermédiation bancaire dans la mesure où cela implique un coût fixe. Il peut donc y avoir un « équilibre bas » où le sous-développement du système financier débouche sur une structure productive inefficace qui à son tour justifie l'absence de développement financier. En revanche, l'existence d'un système

financier développé permet de sélectionner des technologies plus spécialisées et plus productives. L'accroissement du risque qui en résulte justifie d'un système financier développé malgré le coût que cela implique. Les deux équilibres peuvent « coexister » (équilibres multiples) pour des niveaux de revenu compris dans une certaine zone où les coûts fixes associés au développement du système financier cesse de paraître prohibitifs. La croissance économique permet donc, en général, d'effectuer la transition de l' « équilibre bas » à l' « équilibre haut », lorsque le revenu se situe à l'intérieur de cette zone critique. Des différences de revenu réel par habitant pourraient persister à long terme entre des pays à potentiel de croissance identique, suivant la date à laquelle ils ont effectué la transition avec développement normal des institutions financières.

Zilibotti (1994) a étudié un deuxième facteur qui peut être à l'origine d'équilibres multiples, en liaison avec des externalités « de densité » du marché financier. L'idée de départ est que la productivité du capital dépend positivement du pourcentage des investissements qui sont intermédiés, alors que le coût de l'intermédiation dépend de la taille du marché financier. Une économie avec un stock de capital dépassant un certain seuil disposera d'un système financier « dense » qui permettra de réduire le coût de l'intermédiation. Cela encourage les entreprises à employer davantage de ressources intermédiées. Ce qui améliore la productivité du capital et stimule la croissance. En revanche, une économie avec un stock de capital relativement restreint sera caractérisé par des marges d'intermédiation financière élevées. Cela décourage l'emploi des ressources intermédiées, justifie la taille limitée du marché financier et empêche le décollage de la croissance.

Section 4 : Les principaux indicateurs de développement financier

Plusieurs indicateurs de développement financier ont été proposés dans la littérature, et différents indicateurs vont mesurer différents aspects du système financier. Nous allons étudier, ici, les principaux indicateurs existants pour mesurer le niveau de l'intermédiation financière. Il s'agit principalement des agrégats monétaires et du crédit accordé au secteur privé par la banque centrale et les banques commerciales. Différentes définitions d'agrégats monétaires peuvent agir comme indicateurs de l'intermédiation financière. De plus, dans certains cas, les agrégats monétaires pourraient être de très pauvres indicateurs du degré de développement financier.

Considérons tout d'abord le plus liquide des formes d'agrégats monétaires, comme M1 ou M2. Ce sont les agrégats qui posent le plus de problèmes. En principe, on serait tenté de dire que l'hypothèse originale de McKinnon-Shaw implique qu'une économie monétaire reflète un marché de capital très développé. Ainsi un degré élevé de monétarisation pourrait être positivement lié à la performance de la croissance. Le problème fondamental avec cet argument repose dans le fait que les marchés financiers ont deux principales fonctions.

Les agrégats monétaires fournissent un moyen pour mesurer l'extension du développement financier. Un nombre très important d'études empiriques ont utilisé une grande variété d'agrégats monétaires pour analyser la corrélation entre l'intermédiation financière et la croissance. L'utilisation des agrégats monétaires comme indicateur du degré d'intermédiation financière présente quelques problèmes. En effet, pour canaliser les fonds des agents prêteurs aux agents demandeurs et fournir de la liquidité pour les services, la capacité du secteur

financier à allouer effacement du crédit et à fournir un moyen d'échange n'est pas nécessairement vérifiée (Fama, 1980).

Cependant, on peut envisager des situations dans lesquelles un niveau très élevé de monétarisation, mesuré par le rapport de M1 sur le PIB, est le résultat d'un sous développement financier ; un bas niveau de monétarisation est le résultat de marchés financiers très développés qui permettent aux individus d'économiser de l'argent.

Neal (1988) s'est penché sur les actifs quasi-liquides en soustrayant M1 et M2 parce que M3 incluse des actifs liquides M1 et M2.

Gelb (1989) a utilisé le ratio M3 sur le PIB comme un indicateur de la profondeur financière, et la variation de M3 divisée par le PIB comme une mesure du développement financier.

Bencivenga et Smith (1991) ont montré pourquoi la répression financière pourrait induire une augmentation du stock de capital liquide par rapport au PIB.

King et Leving (1993) ont concentré leur attention sur les fonctions de liquidité du système financier (M3 et quand c'est pas disponible M2). Pourtant ces mesures peuvent être plus liées au degré de développement du marché du crédit que la masse monétaire au sens strict. Elles peuvent être influencées par d'autres facteurs que la profondeur financière.

Dans l'analyse suivante nous allons utiliser exclusivement le ratio du crédit domestique au secteur privé sur le PIB comme indicateur du degré d'intermédiation financière. Il correspond au crédit accordé au secteur privé par la banque centrale et les banques commerciales. Le principal avantage du CREDIT sur les autres agrégats monétaires est que parce qu'il exclue le crédit au secteur public. Il représente plus précisément le rôle des intermédiaires financiers dans la transmission des fonds vers les participants du marché. Ainsi c'est la définition de l'intermédiation financière qui la rapproche le plus du niveau et de l'efficience de

l'investissement, et donc de la croissance économique. Dans les pays en développement, le développement financier se produit à travers le système bancaire. Par conséquent, dans ces pays le CREDIT est le meilleur indicateur du développement financier généralement défini.

Chapitre 3 : Méthodologie et résultats

Après la description du contexte macroéconomique de notre sujet et après l'avoir situé dans la revue de la littérature, nous procéderons dans ce présent chapitre à une analyse empirique pour tester les hypothèses.

Section 1 : Spécification du modèle

L'analyse de l'impact du développement financier sur la croissance économique sénégalaise sera mise en évidence à travers un modèle de croissance économique. Le modèle sera présenté d'abord avant de voir les techniques d'estimation.

a- Présentation du modèle

Le modèle devra permettre de montrer non seulement l'impact du développement financier sur la croissance mais également la sensibilité de la croissance économique à d'autres facteurs de croissance. L'analyse empirique de l'effet du développement financier sur la croissance économique au Sénégal a été réalisée à partir des données disponibles de 1970 à 2000. Notre modèle de croissance s'inspire du papier de Mankiw, Romer et Weil (1992). Lequel dérive de l'équation estimée du modèle de croissance reliant le taux de croissance du PIB réel et l'investissement. Le modèle a pris en compte le PIB réel, l'investissement privé, le taux de scolarisation, le taux de change effectif réel et le crédit accordé au secteur privé par le secteur bancaire sur le P.I.B. comme indicateur de développement financier. Ainsi le modèle de cette étude sera la suivante :

$$tpibr_t = a_0 + a_1Linvpriv_t + a_2Ltcer_t + a_3Leducat_t + a_4Lcred_t$$

Avec :

PIBR_t : taux de croissance réel du PIB ;

INVPRIV_t : l'investissement privé en niveau ;

EDUCAT_t : taux de scolarisation ;

TCER_t : taux de change effectif réel ;

CRED_t : crédit accordé au secteur privé par le secteur bancaire sur le P.I.B.

b- Description des variables du modèle

La variable endogène

Nous allons utiliser, pour ce qui nous concerne, le taux de croissance du PIB réel (Y) comme indicateur pertinent de la croissance économique.

Les variables exogènes

Les variables exogènes retenues sont celles qui suivent :

L'investissement privé devrait avoir une relation positive avec la croissance.

Le taux de scolarisation pris en variation (EDUCAT) est utilisé comme indicateur de développement humain. Son amélioration devrait contribuer favorablement à la croissance.

L'investissement privé en niveau permet de mesurer le poids du secteur privé la croissance économique au Sénégal.

Le taux de change effectif réel est utilisé comme proxy du degré d'ouverture extérieure. Son impact sur la croissance n'est pas mécanique. En effet, si les quantités physiques de biens domestiques ne varient pas alors une amélioration du TCER n'affectera pas le P.I.B réel.

Les variables explicatives seront complétées par des variables muettes après l'analyse de la variable dépendante.

c- Techniques d'estimation

Nous allons estimer le modèle par la méthode des moindres carrés ordinaires (mco). L'estimation par les mco nécessite que certaines hypothèses soient remplies.

Ces hypothèses sont :

- les variables explicatives du modèle ne doivent pas être corrélées entre elles ; nous ferons l'analyse de la multicollinéarité
- chacune des variables doit être stationnaire. Nous utiliserons le test d'ADF (Augmented Dickey Fuller).

d- Sources des données

Les données relatives aux agrégats monétaires vont provenir de la base de données macro-économiques de la Direction de la Prévision et de la Statistique du Sénégal. Les informations sur le PIB, sur le taux de change et sur la masse monétaire du Sénégal seront issues des annuaires « International Financial Statistics » du Fonds

Monétaire International, édition 2000. Les autres données seront collectées dans « World Tables » et dans « African Development Indicators » de la Banque Mondiale. La fiabilité de ces données est supposée acquise dès lors que ces sources sont toujours exploitées à des fins d'études économiques qui ont été concluante.

Section 2 : Résultats des travaux économétriques

Les tests de corrélation seront présentés dans un premier temps et dans un second temps les tests de causalité et les résultats obtenus retiendront notre attention.

I/ Les tests de corrélation

Un certain nombre de tests s'imposent avant toute estimation économétrique.

a- Test de stationnarité ou de racine unitaire

Pour que la méthode des moindres carrés ordinaires puissent être utilisée il faut que toutes les variables du modèle soient stationnaires en niveau. Il y a donc deux hypothèses à tester :

H0 : la variable à tester n'est pas stationnaire

H1 : la variable est stationnaire

L'hypothèse H0 est acceptée si la valeur absolue de l'ADF (Augmented Duckey Fuller) est inférieure à celle de la valeur critique (Critical Value). Si une variable n'est pas stationnaire en niveau, on teste la stationnarité de sa différence première (Dvariable).

Les résultats des tests sont résumés dans le tableau suivant :

Tableau 1 : résultats des tests de stationnarité des variables (annexe 1)

Variabes	ADF Test	Ordre d'intégration	1% CV	5% CV	10% CV
Dlpibr	-5,396108	I(1)	-3,6852	-2,9705	-2,6242
Dleducat	-4,577375	I(1)	-3,6959	-2,9750	-2,6242
Dlinvpriv	-4,140821	I(2)	-3,6852	-2,9705	-2,6242
Dlcredit	-5,422697	I(1)	-3,6852	-2,9705	-2,6242

Ces tests montrent qu'au seuil d'erreur de 5% aucune variable n'est stationnaire en niveau. En effet seules les variables Lpibr, Linvpriv et Lcredit sont intégrées d'ordre 1. La méthode des MCO n'est pas utilisable.

b- Test de cointégration des variables

Le test de Johanson sera le plus approprié quand les variables ne sont pas du même ordre d'intégration. il y a cointégration si au moins pour une variable la valeur absolue du LR (Likelihood Ratio ou ratio de vraisemblance) est supérieure à celle de la valeur critique.

Ce test (voir annexe) montre qu'il y a un seul vecteur de cointégration au seuil de 5%. Les variables n'étant pas toutes stationnaires et étant cointégrées, l'estimation par la méthode à correction d'erreur peut être utilisée.

L'estimation en deux étapes est la plus appropriée car elle permet de faire ressortir les dynamiques de long et de court terme. Par la suite nous ferons l'estimation en une seule étape.

II/ Résultat de l'estimation

Nous allons procéder par une estimation en deux étapes. Elle permet de ressortir une relation de long terme d'abord et une relation de court terme ensuite.

a- La relation de long terme

La relation de long terme est donné par le tableau suivant :

Tableau 2 : la relation de long terme

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.74686	3.533854	3.607071	0.0018
LINVPRIV(-2)	0.575067	0.204633	2.810232	0.0108
LEDUCAT	3.075895	0.967050	3.180698	0.0047
LCRED	-0.764294	0.186734	-4.092964	0.0006
LTCER	-0.003997	0.164758	-0.024257	0.9809
AR(1)	-0.575571	0.218918	-2.629164	0.0161
AR(2)	-0.606892	0.318932	-1.902888	0.0716

Ces résultats montrent que le modèle à long terme est globalement significatif et il n'y a pas autocorrélation des résidus (DW= 2,08). Le modèle est stable (voir les tests de CUSUM). Donc il a une valeur prédictive. On constate également qu'à long terme toutes les variables ont un impact significatif sur le pib réel sauf le taux de change effectif réel.

Pour passer au modèle à court terme nous allons tester d'abord la stabilité de résidu du modèle à long terme

b- Test de stabilité du résidu du modèle

Ce test montre que le résidu est stationnaire, on peut donc passer au modèle à court terme (voir annexe 4).

c- La relation de court terme

L'estimation donne le tableau suivant :

Tableau 3 : la relation de court terme

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.091772	0.097176	0.944389	0.3548
D(LINVPRIV(-1))	0.459043	0.163861	2.801413	0.0101
D(LEDUCAT)	0.351805	3.126633	0.112519	0.9114
D(LCRED)	-0.860475	0.106303	-14.67541	0.0000
D(LTCER)	-0.361205	0.084333	-4.283087	0.0003
RESI(-1)	-1.302180	0.168753	-7.716470	0.0000

III- Les tests de validité et causalité

a- Tests de validité

Le R2 tout comme le R2 ajusté et le F-statistic sont très élevés. Ce qui signifie que notre variable dépendante est expliquée en grande partie par le modèle.

L'interprétation du Durbin Watson indique l'absence d'autocorrélation des résidus $d_{inf} = 1,07 < 1,34 < 4-d_{sup} = 2,93$

Les tests de normalité attestent que les résidus sont distribuées selon une loi normale.

Le CUSUM test montre que les coefficients du modèle sont stables (cf annexe 3).

b- La causalité

Le résultat du test de causalité entre le PIB et le taux de financement est donné par l'annexe 6.

L'hypothèse nulle de non causalité est acceptée si $prob > 5\%$. Dans notre cas c'est le PI qui cause le crédit au sens de Granger au seuil de 5%. Le sens de causalité est unique et va de la croissance au développement financier. Notre hypothèse de départ n'est donc pas vérifiée. De même, la conclusion développée dans le contexte de multi-pays de Demetriades et Hussein (1996), que la croissance suit le développement financier, n'est pas confirmée ici. Par contre, le résultat obtenu confirme les travaux de Goldmith (1969) estime que la croissance a des effets

positifs sur le développement des marchés financiers en créant des incitations pour un développement financier plus large.

Section 3 : Interprétation des résultats

Les résultats de l'estimation économétrique indique que :

Le crédit accordé au secteur privé par le secteur bancaire a un impact négatif et significatif à long terme sur le PIB. L'élasticité de long terme du PIB par rapport au crédit accordé aux privés qui est de $-0,76$ est inférieure en valeur absolue à celle de court terme ($-1,86$). Ce qui implique qu'à long terme une augmentation des crédits de 1% va entraîner une baisse de 0,76%. Cette situation peut s'expliquer par le fait qu'au Sénégal le niveau de développement du système financier n'a pas atteint le seuil qui lui permettrait de tirer la croissance. Le pays est donc plongé dans un « piège de pauvreté ». Ce qui fait que l'affectation des ressources à l'investissement est bloquée et la croissance est affaiblie (Berthélémy et Varoudakis (1996). Ce résultat est du reste confirmé par Saint-Paul (1992) qui estime que, si les institutions financières sont insuffisamment développés, la diversification des risques se fera par le choix de technologies moins spécialisées et donc peu productives. La réduction des risques entraînée par la flexibilité technologique affaiblit cependant les incitations à développer les marchés financiers. En effet, les lignes de crédit mises en place n'ont pu être utilisées que de façon marginale, les banques se révélant incapables de jouer leur rôle de relais que l'on attendait d'elles.

Les élasticités à long terme et à court terme du PIB par rapport à l'investissement privé (respectivement 0,57 et 0,45) sont positives et significatives. Ce qui vérifie notre hypothèse de départ. En effet, l'investissement agit positivement sur la croissance. Celles du taux de scolarisation (respectivement 3,07 et 0,35) sont également positives et significatives. Ceci correspond au résultat attendu.

L'élasticité de long terme du PIB par rapport au taux de change réel s'élève à -0,03 et celle de court terme est -0,36. Cela signifie que le PIB répond de façon négative à une variation du taux de change réel.

Section 4 : Recommandations

Nos résultats nous permettent de faire un certain nombre de recommandations en matière de politique économique. L'aperçu ci-dessus des réformes du secteur financier au Sénégal donne à penser que beaucoup reste à faire pour le développement dudit secteur. La stratégie y relative doit avoir pour finalité de combler trois brèches intimement liées. Premièrement, il y a la brèche de l'intermédiation financière provenant du fait que le système financier sénégalais est étroit, peu profond, fragile et vulnérable. En l'absence de mesures correctives, cela pourrait conduire à la désintermédiation financière. Deuxièmement, le système n'a pas les institutions ou les instruments pour promouvoir la croissance de l'épargne, notamment l'épargne financière pour financer l'investissement. Troisièmement, il y a l'impasse de la réduction de la pauvreté. Ceci, du fait que les besoins en services financiers des PME, des pauvres, et des populations défavorisées, en particulier dans les zones rurales, restent en grande partie non satisfaits. Sur ce plan la Poste a un grand rôle à

jouer du fait de sa répartition géographique. C'est ainsi que l'Etat se devait de prendre des mesures correctives allant dans le sens d'élargir le financement du secteur privé, de réduire le risque inhérent au marché financier et de créer un environnement propice au développement du secteur privé.

Les mesures visant à élargir le financement du secteur privé sénégalais se fondent sur la conviction qu'un tel élargissement contribuerait non seulement à augmenter le niveau d'investissement global mais aussi à améliorer le dynamisme de l'économie sénégalaise. Un équilibre entre prêts bancaires et marché monétaire doit être maintenu. En effet, une hausse considérable du taux d'intérêt sur le marché monétaire comparativement au taux d'intérêt sur les prêts a tendance à causer un transfert des fonds bancaires des opérations de prêts vers les dépôts auprès de la Banque Centrale. Aussi, le différentiel entre le taux prêteur et le taux du marché monétaire devrait être perçu comme un instrument de gestion du crédit à l'économie, donc au secteur privé et être utilisé comme tel.

Une situation où l'Etat et ses démembrements s'accaparent de l'essentiel des créances du secteur bancaire laisse peu de place au financement du secteur privé. En outre, la présence d'entreprises para-publiques dans des domaines que le secteur privé peut prendre en charge de manière plus efficace peut restreindre la croissance des entreprises privées. Dans l'intérêt du secteur privé, l'Etat devrait, dans le prolongement du programme de privatisation, réduire au minimum son recours au financement bancaire pour lui-même et pour ses composantes.

Par ailleurs, du fait de la forte variation des besoins de liquidité des banques dans une économie instable, l'Etat pourrait, par l'entremise de la Banque Centrale, assurer les banques prêteuses à moyen et long terme d'un niveau minimum de liquidité par mécanisme de crédits croisés (swaps) concernant les

titres de créance à long et moyen terme des banques. Cette opération se distinguerait du ré-escompte car elle serait financée par l'Etat lui-même et non par la Banque Centrale.

La présence de risque dans le marché financier a un double impact quant au financement des entreprises sénégalaises. Si le niveau perçu de risque est jugé inacceptable par les bailleurs de fonds, le niveau de financement volontaire sera très limité. Par ailleurs, si la rémunération du risque qu'exigent les bailleurs de fonds est jugée trop coûteuse par les utilisateurs de fonds, la demande agrégée de financement sera faible.

Pour faciliter le fonctionnement du marché financier, il convient donc d'identifier les sources majeures de risque et d'en limiter la portée. La littérature financière subdivise le risque d'une entreprise entre le risque d'affaires et le risque financier. Le risque d'affaires se réfère à l'incertitude liée à la performance économique de l'entreprise, abstraction faite au mode de financement. Un tel risque prend sa source dans le niveau de ventes ou des coûts, le déclenchement d'une grève etc... le risque financier a trait à l'aptitude de l'entreprise à honorer ses obligations financières fixes telles que le service de sa dette.

Puisqu'un bailleur de fonds potentiel examine les deux types de risque avant de fixer les termes auxquels il est prêt à financer l'entreprise, des mesures propres à réduire le risque perçu par l'entreprise doivent être envisagées aussi bien pour le risque d'affaire que pour le risque financier.

L'évolution de l'économie sénégalaise a atteint un stade tel que la mise en place des structures administratives et financières ne suffit plus à assurer le dynamisme et la croissance. La récente crise du secteur bancaire a aussi prouvé que ces structures ne sont pas à l'épreuve des aléas économiques ou des erreurs de politique économique.

Aussi, pour promouvoir la croissance économique et renforcer les institutions qui la rendent possible, un effort soutenu doit tendre vers la création et le maintien d'un environnement propice à la croissance. La gestion de l'économie doit passer par le respect de principes primordiaux qui constituent le soubassement et la garantie du succès des politiques entreprises par l'Etat.

CONCLUSION

Notre étude avait pour objectif principal d'étudier l'impact du développement financier sur la croissance économique au Sénégal. Pour ce faire, nous avons présenté le contexte macroéconomique de l'économie sénégalaise dans le premier chapitre. C'est ce qui nous a permis de constater que l'économie sénégalaise est caractérisée par des potentialités, des distorsions et des insuffisances. Au plan des potentialités, La mise en place, en 1989, d'un programme d'ajustement structurel, soutenu par les institutions de Bretton-Woods, a permis d'améliorer considérablement la situation économique et financière du pays.

L'économie sénégalaise souffre également aussi de distorsions qui affectent la croissance économique. Le système n'a pas permis de promouvoir la croissance de l'épargne, notamment l'épargne financière pour financer l'investissement

Les insuffisances qui peuvent freiner la croissance sont multiformes. Un rôle plus important pourrait être dévolu au secteur privé et partant, au mécanisme de marché pour servir de locomotive à la croissance économique. Le secteur bancaire est marqué par un financement inadéquat des entreprises tant en ce qui concerne le volume de crédit qu'au niveau de la structure des échéances du crédit

L'analyse empirique de l'effet du développement financier sur la croissance économique au Sénégal a été réalisée à partir des données disponibles de 1970 à 2000. Notre modèle de croissance s'inspire du papier de Mankiw, Romer et Weil

(1992). Lequel dérive de l'équation estimée du modèle de croissance reliant le taux de croissance du PIB réel et l'investissement. Le modèle a pris en compte le PIB réel global, l'investissement privé, le taux de scolarisation, le taux de change effectif réel et le crédit accordé au secteur privé par le secteur bancaire rapporté au P.I.B. A l'issu des travaux empiriques il apparaît :

- qu'au Sénégal non seulement le développement financier n'a pas un impact positif sur la croissance mais également et surtout c'est cette dernière qui suit le premier et non l'inverse.
- L'investissement privé a un effet positif et significatif sur la croissance à long et à court terme. En effet les élasticités de long et de court terme sont relativement faibles.
- Le taux de scolarisation agit positivement sur la croissance. Son impact est plus important que celui de l'investissement privé.

Tous ces résultats appellent des mesures correctives dont on trouvera l'exposé détaillé dans le chapitre précédent. Aussi, se bornera-t-on à en faire un résumé succinct. Les mesures destinées à promouvoir la croissance et à de réduire de façon efficace la pauvreté devraient être axer à l'élargissement du financement du secteur privé, à la réduction du risque inhérent au marché financier et à créer un environnement propice au développement du secteur privé.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

Arestis, P. and Demetriades, P. (1997). « Financial Development and Economic Growth : Assessing the Evidence », *Economic Journal*

Aryeetey, E., Senbet, L., Udry C. (1997), « Financial liberalisation and financial markets in Sub-Sahara Africa : synthesis », *Journal of African Economies*, 6, (1), pp.1-28.

Banque Mondiale (2000), *Rapport sur le développement dans le monde 2000 : le développement au seuil de du XXIème siècle*, Oxford University Press,

Barro, Robert J. (1991) « Economic growth in a cross Section of Countries », *Quarterly Journal of Economics*, vol.106

BCEAO. « La Politique Monétaire dans l'UEMOA » Direction des Etudes Economiques et de la Monnaie, Septembre 1999

BCEAO & BIT (1999) : “ Banque de données sur les systèmes financiers décentralisés dans l'UMOA ”.

Beck, Torsten, Ross Levine, and Norma Loayza, 1999, « Finance and the Sources of Growth, » *Policy Research Working Paper*(Washinton, DC : World Bank) No. 2057

Bencivenga, V.R. and Smith, B.D. (1991) « Financial Intermediation And Endogenous Growth », Review Of Economic Studies

Bernard E. (1999) « Développement Financier, Politique Monétaire et Croissance Economique : validation empirique en données de panel ». UMR 6586 CNRS

Berthelemy J. C. Varoudakis A. (1996) « Economic Growth, convergence clubs, and the Role of Financial Development », accordé au secteur privé par le secteur bancaire Oxford Economic Papers, April 1996

Berthélémy J.C. & Varoudakis A. (1996), “ Politique de développement financier et croissance ”, OCDE.

De Gregorio J. and Guidotti P. E. « Financial Development and Economic Growth 1995 », World Development, 23 (3), 433-448

Demetriades, P. and Hussein, K. (1996). « Does Financial Development cause Economic Growth ? Time Series Evidence from 16 Countries », Journal of Development Economics, pp387-411

Diagne A. et Daffé G. (2002) « Le Sénégal en quête d'une croissance durable », CREA , KARTHALA,

Duesenberry J.S., Mc Pherson M.F., 2001 « Financial Reform as a Component of Growth-Oriented Strategy in Africa » Discussion Paper No 42 USAID

Flouzat D. Economie contemporaine (tome 2) : les phénomènes monétaires. Paris, P.U.F., 1991

Galbis, V. (1982), “ Analytical aspects of interest rate policies in less developed countries”, Savings and Development, 6, (2), pp. 111-165.

Gelbard, Enrique, and Sérgio Pereira Leite, 1999, « Measuring Financial Development in Sub-Saharan Africa, »IMF Working Paper 99/105 (Washington : International Monetary Fund).

Grellet G. « Pourquoi les pays en développement ont-ils des rythmes de croissance aussi différents ? » Un survol critique de quelques orthodoxies contemporaines Revue Tiers Monde, tome XXXIII, no 129, Janvier-Mars 1992n pp.31-66

Guellec D. et Ralle P. (1997), « Les nouvelles théories de la croissance », nouvelle édition, La Découverte, Paris

Guillaumont P. et S. : « Franc CFA : restaurer la confiance » Problème Economiques, no 2379 du 8 Juin 1994, pp.6-8.

Hugon P. « Zone monétaire et intégration régionale : le cas de la zone franc ». Techniques Financières et Développement, no 21, Décembre 1990, pp.27-34

Johnston, B. and Brekh O. P. (1993), “ Monetary control procedures and financial reform : Approaches, issues, and recent experience in developing countries ”, in Financial Systems and Development in Africa, Edited by Phillippe Callier, World Bank.

Khan M.S. and Senhadji A. S. (2000) « Financial Development and Economic Growth : An Overview », IMF Working Paper 00/209

King, Robert and Ross Levine, 1993 « Finance and Growth : Schumpeter Might Be Right, » Quaterly Journal of Economics, Vol.108, No. 3, pp717-37

Lee, J. (1996), “Financial development by learning ”, Journal of Development Economics, août, pp. 147-164.

Levine, Ross, 1997 « Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda », Journal of Economic Literature, pp688-726

Levine, Ross, 1999b « Law, Finance and Economic Growth, » Journal of Financial Intermediation, Vol.8, Nos. 1-2, pp.8-35

Mbaye A. A. et Niang B. B., 2001 « Impact de la réforme du système financier sur la concurrence entre banques », Rapport Final ELIFID – Décembre

Mc Kinnon R. I. (1973) : « Money and Capital in Economic Development », The Brookings Institution

Muhsin Kar et Eric J. Pentecost (2000) « Développement Financier et Croissance Economique en Turquie : Davantage d'évidence sur la question de la causalité », Numéro 00/27 Papier De Recherche – Loughborough University

Shaw, Edward, 1973, *Financial Deepening in Economic Growth* (New York : Oxford University Press).

Vallee O. : « L'impact de la dévaluation du franc CFA sur les grandes entreprises : de l'ajustement monétaire à l'ajustement réel ». *Problèmes Economiques*, no 2379 du 8 Juin 1994, pp.8-

Van Wijnbergen, S. (1983) “ Interest rate management in LDSs ”, *Journal of Monetary Economics*, 12, (3), September, pp. 433-452.

Annexe 1 : Résultats des tests de stationnarité des variables

A.DF Test Statistic	-5.396018	1% Critical Value*	-3.6752
		5% Critical Value	-2.9665
		10% Critical Value	-2.6220

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(PIBR)

Method: Least Squares

Date: 01/03/03 Time: 22:10

Sample(adjusted): 1972 2000

Included observations: 29 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIBR(-1)	-1.497089	0.282346	-5.302318	0.0000
Δ(PIBR(-1))	0.310227	0.182527	1.699625	0.1011
C	4.344313	1.150616	3.775639	0.0008
R-squared	0.610441	Mean dependent var		0.196552
Adjusted R-squared	0.580475	S.D. dependent var		6.937140
S.E. of regression	4.493238	Akaike info criterion		5.940721

Sum squared resid	524.9188	Schwarz criterion	6.082166
Log likelihood	-83.14046	F-statistic	20.37108
Durbin-Watson stat	1.928756	Prob(F-statistic)	0.000005

ADF Test Statistic	-4.689318	1% Critical Value*	-3.6959
		5% Critical Value	-2.9750
		10% Critical Value	-2.6265

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(EDUCAT,2)

Method: Least Squares

Date: 01/03/03 Time: 22:37

Sample(adjusted): 1973 1999

Included observations: 27 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EDUCAT(-1))	-1.712569	0.365206	-4.689318	0.0001
D(EDUCAT(-1),2)	-0.049781	0.190742	-0.260984	0.7963
1	46014108	1.33E+08	0.345547	0.7327

R-squared	0.901507	Mean dependent var	5249048.
Adjusted R-squared	0.893299	S.D. dependent var	2.10E+09
S.E. of regression	6.85E+08	Akaike info criterion	43.63191
Sum squared resid	1.13E+19	Schwarz criterion	43.77589
Log likelihood	-586.0307	F-statistic	109.8358
ADF Test Statistic	-4.338626	1% Critical Value*	-3.6959
		5% Critical Value	-2.9750
		10% Critical Value	-2.6265

MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(TCER)

Method: Least Squares

Date: 01/03/03 Time: 22:41

Sample(adjusted): 1973 1999

Included observations: 27 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCER(-1)	-1.405363	0.323919	-4.338626	0.0002
D(TCER(-1))	0.103103	0.202851	0.508271	0.6159
Constant	1.67E+09	7.86E+08	2.121280	0.0444

R-squared	0.640862	Mean dependent var	-1272688.
Adjusted R-squared	0.610934	S.D. dependent var	5.70E+09
Std. Error of regression	3.55E+09	Akaike info criterion	46.92544
Sum squared resid	3.03E+20	Schwarz criterion	47.06943
Log likelihood	-630.4935	F-statistic	21.41335
Durbin-Watson stat	2.027147	Prob(F-statistic)	0.000005
Durbin-Watson stat	2.026089	Prob(F-statistic)	0.000000
ADF Test Statistic	-5.215205	1% Critical Value*	-3.5862
		5% Critical Value	-2.9705
		10% Critical Value	-2.6242

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(CREDIT)
 Method: Least Squares
 Date: 01/03/03 Time: 22:30
 Sample(adjusted): 1973 1999
 Included observations: 27 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

CREDIT(-1)	-1.859304	0.356516	-5.215205	0.0000
Δ(CREDIT(-1))	0.209276	0.208687	1.002825	0.3259
C	10760183	6.37E+08	0.016901	0.9867
R-squared	0.765153	Mean dependent var		-3.22E+08
Adjusted R-squared	0.745583	S.D. dependent var		6.55E+09
S.E. of regression	3.30E+09	Akaike info criterion		46.77813
Sum squared resid	2.62E+20	Schwarz criterion		46.92211
Log likelihood	-628.5047	F-statistic		39.09719
Durbin-Watson stat	1.849603	Prob(F-statistic)		0.000000

Annexe : 2 tests de cointégration

Series: LPIBR LINVPRIV LEDUCAT LTCER LCREDIT

Lags interval: 1 to 1

Eigenvalue	Likelihood Ratio	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value	Hypothesized No. of CE(s)
0.715807	80.04912	68.52	76.07	None **
0.568233	43.56421	47.21	54.46	At most 1
0.399316	19.20797	29.68	35.65	At most 2
0.141566	4.427073	15.41	20.04	At most 3
1.18E-05	0.000341	3.76	6.65	At most 4

*(**) denotes rejection of the hypothesis at 5%(1%) significance level

L.R. test indicates 1 cointegrating equation(s) at 5% significance level

Annexe 3 : Test de stabilité du résidu

ADF Test Statistic	-4.111773	1% Critical Value*	-3.6752
		5% Critical Value	-2.9665
		10% Critical Value	-2.6220

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Annexe 4: Résultats des estimations

-A long terme

Dependent Variable: TPIBR

Method: Least Squares

Date: 05/31/03 Time: 17:54

Sample(adjusted): 1974 2000

Included observations: 27 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 24 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.74686	3.533854	3.607071	0.0018
LINVPRIV(-2)	0.575067	0.204633	-2.810232	0.0108
LEDUCAT	3.075895	0.967050	3.180698	0.0047
LCRED	-0.764294	0.186734	-4.092964	0.0006
LTCER	-0.003997	0.164758	-0.024257	0.9809

AR(1)	-0.575571	0.218918	-2.629164	0.0161
AR(2)	-0.606892	0.318932	-1.902888	0.0716
R-squared	0.679764	Mean dependent var		0.027231
Adjusted R-squared	0.583693	S.D. dependent var		0.671859
S.E. of regression	0.433496	Akaike info criterion		1.384544
Sum squared resid	3.758371	Schwarz criterion		1.720502
Log likelihood	-11.69135	F-statistic		7.075656
Durbin-Watson stat	2.086654	Prob(F-statistic)		0.000377
Inverted AR Roots	-.29 -.72i	-.29+.72i		

-A court terme

Dependent Variable: D(TPIBR)

Method: Least Squares

Date: 05/31/03 Time: 17:44

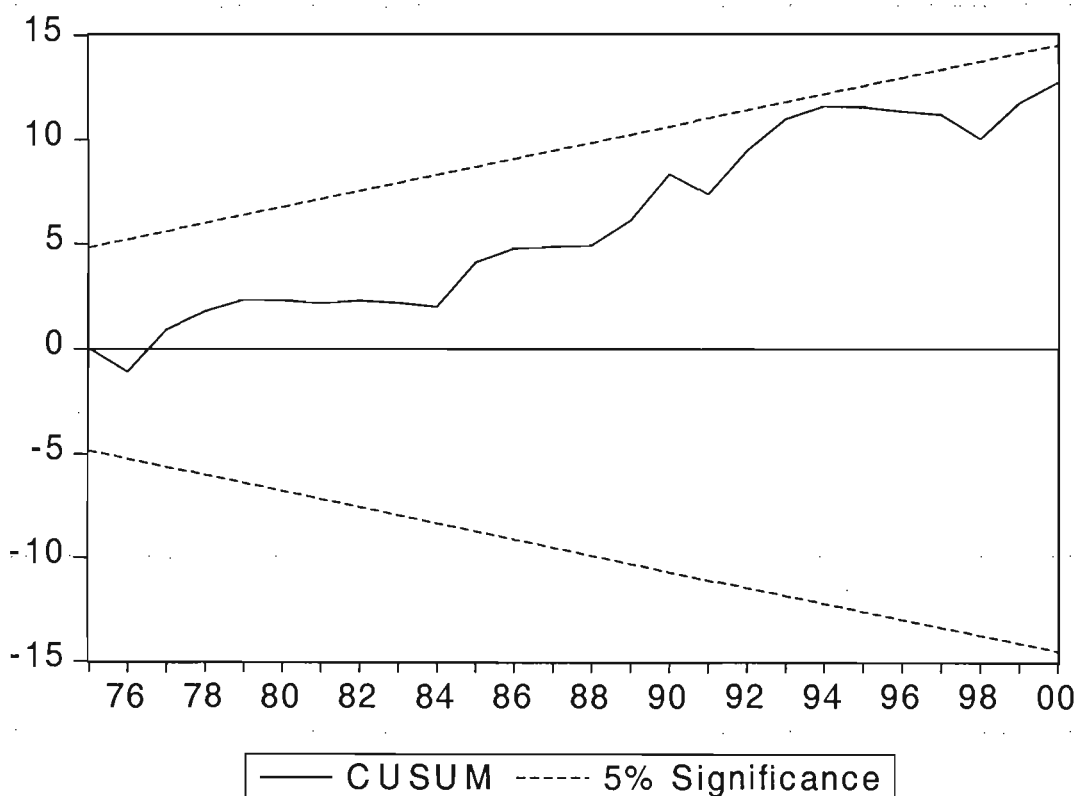
Sample(adjusted): 1972 2000

Included observations: 29 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.091772	0.097176	0.944389	0.3548
D(LINVPRIV(-1))	0.459043	0.163861	2.801413	0.0101

D(LEDUCAT)	0.351805	3.126633	0.112519	0.9114
D(LCRED)	-0.860475	0.106303	-14.67541	0.0000
D(LTCER)	-0.361205	0.084333	-4.283087	0.0003
RESI(-1)	-1.302180	0.168753	-7.716470	0.0000
R-squared	0.922755	Mean dependent var	-0.000205	
Adjusted R-squared	0.905963	S.D. dependent var	1.120130	
S.E. of regression	0.343493	Akaike info criterion	0.882691	
Sum squared resid	2.713709	Schwarz criterion	1.165579	
Log likelihood	-6.799013	F-statistic	54.95100	
Durbin-Watson stat	1.344232	Prob(F-statistic)	0.000000	

Annexe 5 : Résultat du test de stabilité



Annexe 6 : Sens de causalité

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 05/31/03 Time: 18:04

Sample: 1970 2000

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
CRED does not Granger Cause PIBR	29	3.92474	0.03352
PIBR does not Granger Cause CRED		0.56113	0.57787