

**REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA
RECHERCHE SCIENTIFIQUE
UNIVERSITE Mouloud MAMMERI DE TIZI-OUZOU**

**FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES
ET DE GESTION
DEPARTEMENT DES SCIENCES ECONOMIQUES**

**Mémoire
en vue de l'obtention du diplôme
de magister en Sciences Economiques
Option: Monnaie-Finance-Banque**

Thème

**La libéralisation financière et ses conséquences sur les
pays émergents**

**Dirigé par :
Le professeur AMMOUR Benhalima**

**Présenté par :
M^{elle} HADJER Nabila**

Devant le jury composé de:

**Président : M^{elle} BOUZAR Chabha, Maître de Conférences « A », U.M.M.T.O
Rapporteur : M^r AMMOUR Benhalima, Professeur, Université d'Alger
Examineurs: M^r BENNOUR Abdelhafid, Maître de conférences « A », Université
d'Alger
M^r ABIDI Mohammed, Maître de conférences « B », U.M.M.T.O**

Date de soutenance : 24/11/2010

REMERCIEMENTS

Je tiens à exprimer mes plus vifs remerciements à mon directeur de recherche, le professeur AMMOUR Benhalima, pour m'avoir accepté sous sa direction, pour son soutien, sa disponibilité et ses remarques qui m'ont aidé dans l'accomplissement de ce travail.

Je tiens également à remercier les membres de mon jury de soutenance qui ont bien voulu accepter d'évaluer ce travail.

Enfin, mes remerciements s'adressent à tous ceux de mon entourage qui m'ont aidé à la réalisation de ce travail.

Sommaire :

Introduction générale	1
Première partie : Libéralisation financière : avantages et contraintes.....	7
Chapitre I : Les approches théoriques de la libéralisation financière	10
Section 1 : Libéralisation financière : approche néoclassique	12
Section2 : Prolongements théoriques de la libéralisation financière	28
Section3 : Les critiques de la théorie de la libéralisation financière	40
Chapitre II : Le processus de la libéralisation financière	58
Section1 : Les caractéristiques de la libéralisation financière	58
Section2 : La libéralisation financière externe : la libéralisation des mouvements de capitaux	75
Chapitre III : Libéralisation financière, crises bancaires et croissance économique	101
Section 1 : Origines et conséquences des crises bancaires	101
Section2 : Relation libéralisation financière / crises bancaires	118
Section3 : Libéralisation financière et croissance économique	131
Deuxième partie : L'impact de la libéralisation financière sur les pays émergents..	144
Chapitre I : La notion de pays émergent	147
Section 1 : Aperçu général des marchés émergents	148
Section2 : L'investissement dans les pays émergents	168
Chapitre II : Les conséquences de la libéralisation financière sur les pays émergents	183
Section 1 : Libéralisation financière et pays émergents	184
Section2 : Flux internationaux de capitaux : bénédiction ou malédiction ?	204
Chapitre III : Deux expériences de libéralisation financière : la Corée du Sud et la Chine	229
Section1 : L'expérience coréenne de libéralisation financière	230
Section 2 : L'expérience chinoise d'ouverture financière	254
Conclusion générale	276
Bibliographie	280
Liste des tableaux, graphiques et figures	288
Liste des abréviations	290
Annexes.	
Table des matières.	

Introduction générale

Introduction générale :

Le système financier revêt une importance toute particulière dans les efforts de développement et de croissance pour les différentes économies du monde, quels que soient l'emplacement géographique, le cadre temporel et le degré d'industrialisation. C'est un constat que de nombreux économistes s'accordent à admettre, en se basant sur des études aussi bien théoriques qu'empiriques qui confirment l'existence d'un lien étroit entre le degré de développement de l'appareil financier et le taux de croissance de l'économie. Ceci dit, le sens de causalité entre les deux types de développement, de même que les canaux par lesquels l'un agit sur l'autre, n'ont pas fait l'unanimité pour autant entre les théoriciens.

Il est vrai aussi que cette affirmation n'a pas toujours été partagée par les différents courants de pensée en sciences économiques, pour différentes raisons. Ainsi, l'école classique et ses ténors, A. Smith (1776) et D. Ricardo (1817)¹ considèrent qu'il y a une dichotomie totale entre la sphère réelle et la sphère financière, ce qui se traduit dans la pratique par une inexistence de connexion entre le système financier et les différents indicateurs de l'économie réelle, tels que le taux de croissance du PIB, le taux d'investissement, le taux d'épargne, etc. Cette idée puise son essence dans l'équation des échanges de Fisher et son corollaire, la théorie quantitative de la monnaie, qui stipule que toute augmentation de la masse monétaire se traduit par un accroissement correspondant et dans les mêmes proportions du niveau général des prix, sans que cela soit accompagné par une incidence sur le niveau de la production.

Après la crise de 1929, et la publication de « La Théorie Générale » de J. M. Keynes en 1936, il y a eu une prise de conscience de l'effet que pouvait avoir la sphère financière sur la sphère réelle. En effet, J. M. Keynes (1936) explique que par le biais du taux d'intérêt, le système financier peut contribuer à la croissance économique. Il montre qu'en agissant sur une variable monétaire (par exemple la masse monétaire dans une économie) en l'augmentant, il y aura une baisse du taux d'intérêt, laquelle encouragera les investisseurs, puisque le taux d'intérêt est ici perçu comme le « prix » de la monnaie. Ce mécanisme aura une incidence directe sur l'emploi, la production et donc le développement et la croissance de l'économie. J. M. Keynes (1936) a découvert ainsi une « sensibilité » du développement économique par

¹ Béji S, « Le développement financier pour les pays du sud de la méditerranée à l'épreuve de la mondialisation financière », Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université Paris XIII, Décembre 2000, p6.

rapport au système financier. Cette idée n'a pas manqué de faire des émules parmi les théoriciens.

Toutefois, les affirmations de J. M. Keynes après la crise de 1929 ont été fortement critiquées par la crise du début des années soixante-dix et l'épisode de la «stagflation ». Malgré cela, le consensus sur le rôle de catalyseur de la finance dans la croissance n'a pas été ébranlé, mais c'est plutôt la manière avec laquelle le financier agit sur l'économie et le sens de la causalité entre les deux sphères qui ont été sujets à débats.

Partant de cette idée, les économies du monde entier ont essayé, depuis la parution de «La Théorie Générale », de tirer profit des potentialités que représente le système financier, en essayant de trouver les meilleures dispositions afin d'optimiser son usage dans les efforts de développement. Les adeptes de la vision classique, toujours fidèles à leurs principes de respect du marché, considèrent qu'il convient d'accorder une confiance totale à la « main invisible » pour assurer l'équilibre du marché financier et par conséquent l'allocation la plus efficace des ressources financières de l'économie. Pour cela, ils ont essayé de propager l'idée de la « libéralisation financière », politique allant à l'encontre de celle de la finance administrée. Cette dernière est le fruit des enseignements de J. M. Keynes, qui préconise que le maintien d'un taux d'intérêt bas stimule l'investissement créateur du revenu. Ainsi, plusieurs pays, des plus développés, ont suivi des politiques de finance administrée pendant très longtemps ; elles consistaient à veiller à maintenir de faibles taux d'intérêt réels afin d'encourager l'investissement, à encadrer et à diriger la distribution des crédits vers les secteurs jugés prioritaires, à contrôler les changes et à renforcer la présence de l'Etat dans le système financier à travers ses institutions. Cette protection des systèmes financiers était bénéfique, aussi bien que productive, pour tout l'appareil économique des pays l'ayant adoptée, puisqu'ils ont pu promouvoir leurs industries et relancer l'investissement et donc la croissance et le développement. Pour illustrer ce point de vue, nous pouvons nous référer au cas de la France qui avait, pendant les années soixante et soixante-dix, un système financier profondément régulé et catalyseur de la période des « Trente Glorieuses ». C'était le cas aussi de nombreux autres pays européens, qui ont adopté la même démarche et ont connu le même succès.

C'est exactement en 1973 que McKinnon et Shaw ont présenté leur thèse dans laquelle ils ont critiqué cette situation caractérisée essentiellement, selon eux, par un découragement

de l'épargne et une affectation non optimale des ressources. En contrepartie, ils ont proposé la libéralisation financière comme étant une solution afin de stimuler le développement financier et la croissance économique de long terme. Selon eux, il faut supprimer toutes les contraintes pesant sur le système financier, en particulier celles sur le niveau des taux d'intérêt réels, car la fixation des taux d'intérêt en dessous de leur niveau d'équilibre engendre un faible niveau d'épargne et d'investissement. Il faudrait ainsi laisser les forces du marché déterminer le taux d'intérêt d'équilibre et allouer les ressources nécessaires pour approfondir et développer le système financier afin de le rendre plus efficace. En effet, un système financier efficace permet d'effectuer les opérations économiques indispensables et de canaliser l'épargne vers l'investissement productif. Il est essentiel à la croissance économique et ses déficiences peuvent diminuer l'efficacité de la politique monétaire et budgétaire et provoquer la fuite des capitaux, aggravant la récession économique.

Cet appel a eu une forte incidence tant au niveau des États que celui des grandes institutions financières (FMI, Banque Mondiale, etc.), et une importante vague de libéralisation financière aussi interne qu'externe commença à s'établir dans les pays développés (USA, Grande Bretagne...) pour se propager par la suite aux pays émergents et ceux en voie de développement. Dès la fin des années 70, un certain nombre de pays d'Amérique Latine (Argentine, Chili, Uruguay) ont mis en place une politique de libéralisation financière. Des pays du Sud-Est Asiatique tels que la Corée du Sud et le Taiwan ont commencé à libéraliser leurs systèmes financiers au début des années 80. Particulièrement, la libre circulation internationale des capitaux était perçue comme étant une solution pour collecter plus d'épargne, accroître les investissements et stimuler par la suite la croissance économique de long terme.

En fait, l'ouverture financière des pays, surtout émergents, ne se présente plus aujourd'hui comme un choix mais plutôt en tant qu'obligation étant donnée que les systèmes financiers des pays industrialisés se libéralisent de plus en plus et participent d'une façon active au processus de la globalisation financière internationale.

Cependant, cette vision optimiste des choses a été rapidement remise en cause, lorsqu'un grand nombre de pays émergents a été touché par des crises bancaires et financières qui ont coûté chères en termes de coûts économiques et sociaux, surtout que ces crises ont été,

dans plusieurs cas, précédées par des importants mouvements de fuite de capitaux de ces pays.

Ainsi, les études réalisées pour cerner les causes de ces crises ont conclu, pour la plupart, qu'une politique de libéralisation financière s'accompagne souvent par une entrée massive de capitaux qui provoque une inflation et un début de formation de bulles spéculatives. D'autre part, cette entrée de capitaux engendre une surévaluation de la monnaie nationale, renchérit les exportations nationales pour les importateurs étrangers, mène à une contraction de la production et freine par conséquent la croissance. Cette situation de récession provoque une panique, qui incite les investisseurs étrangers à retirer brusquement leurs fonds des banques nationales. Etant donné l'importance du secteur bancaire dans ces pays, les conséquences que pourrait avoir un retrait brusque et massif de fonds de ces investisseurs peuvent être dramatiques. Un autre élément important, qui a contribué à la réalisation des crises voire à l'aggravation de leurs conséquences, est le passage à une politique de libéralisation financière sans la satisfaction d'un certain nombre de conditions préalables et de préludes à l'adoption d'une telle politique. Ces conditions jouent le rôle de filets de sécurité et de garanties contre les effets néfastes des brusques changements d'humeur du marché, inhérents au capitalisme moderne. De l'avis de R. McKinnon (1973) même, l'instigateur de cette politique, il convient de procéder par étapes dans la démarche vers la libéralisation financière. C'est ce qu'il a appelé le « sequencing », ou le gradualisme dans l'acheminement vers la libéralisation financière.

En effet, il a été argumenté qu'une libéralisation financière prématuré et mal maîtrisée figure comme l'un des facteurs majeurs derrière la montée de l'instabilité financière et surtout celle des banques dans les pays émergents. Le danger devient encore plus grave lorsque l'ouverture financière n'est pas précédée par des réformes macro-économiques et se fait d'une manière mal ordonnancée.

Face aux effets désastreux qu'ont engendré les crises bancaires sur les économies nouvellement libéralisées, la communauté internationale a essayé d'assumer une part de la responsabilité et ceci en aidant les pays touchés afin de sortir de la situation de récession économique. De même, le débat sur la « nouvelle architecture financière internationale » a suscité une attention de plus en plus importante et ceci depuis le choix du régime de change et l'implication du secteur privé jusqu'à la libéralisation des flux internationaux de capitaux. Ce

dernier élément a suscité un intérêt particulier dans le cadre du débat sur les réformes visant à réduire les vulnérabilités du système financier international, dont beaucoup tiennent à la volatilité des flux de capitaux transfrontaliers. À cet égard, plusieurs études ont insisté sur le fait que la libéralisation financière a certainement été associée à une accélération de la croissance économique dans les pays libéralisés, mais qu'elle a également été associée à une haute instabilité financière.

A la lumière de ce débat sur les avantages et les risques de la libéralisation financière, nous tenterons, dans le cadre de ce travail, d'analyser et de comprendre le phénomène d'ouverture financière et de déterminer son impact sur les pays émergents.

En fait, l'objet de ce travail est d'essayer d'apporter des éléments de réponse aux questions suivantes :

Quels sont les avantages et les contraintes de la libéralisation financière ? Quelle est la nature de la relation entre la libéralisation financière et les crises bancaires? Quel est l'impact de l'ouverture financière sur les pays émergents ? Et enfin, comment jouir des bénéfices de la libéralisation financière sans en subir les coûts ou en acceptant les coûts minimum ?

Pour ce faire, nous avons choisi de structurer ce travail en deux parties :

La première partie sera consacrée à l'analyse des avantages et inconvénients de la libéralisation financière. Cette partie comporte trois chapitres :

- Dans le premier chapitre, nous développerons les fondements théoriques de la libéralisation financière.
- Le deuxième chapitre est dédié à l'étude du processus de libéralisation financière en mettant l'accent sur la libéralisation des mouvements de capitaux.
- Pour enfin établir à travers notre dernier chapitre la nature de la relation qui existe entre la libéralisation financière et les crises bancaires.

Dans la seconde partie, il sera question d'étudier l'impact de la libéralisation financière sur les pays émergents. Cette partie est subdivisée en trois chapitres :

- Le premier chapitre porte sur l'identification et la caractérisation des pays émergents.
- Le second chapitre analyse les conséquences dévastatrices de la libéralisation financière sur les pays émergents.
- Le dernier chapitre présentera l'étude d'expériences de deux pays émergents ayant vécu la transition vers la libéralisation financière totale. Il s'agit de la Corée du Sud et de la Chine.

Première partie :

**Libéralisation financière :
Avantages et contraintes**

Introduction de la partie 1 :

Au début des années 1970, l'environnement économique qui régnait dans le monde était très différent de celui d'aujourd'hui. La plupart des économies ont subi une répression financière.

Dans les faits, cette répression financière s'est traduite par l'instauration de mesures contraignantes en direction du système financier. Il s'agit par exemple des impositions sur les réserves obligatoires des banques (souvent élevées), des barrières à la circulation des flux de capitaux (entrées et/ou sorties) et des restrictions sur l'accès des étrangers aux industries nationales. Cette configuration fut l'un des principaux obstacles du développement économique car elle empêchait la pratique des échanges internationaux¹.

La situation était d'autant plus grave que les ressources nationales étaient insuffisantes pour financer le développement économique. Le choc pétrolier de 1973 a été un autre élément qui a aggravé les difficultés financières de l'économie mondiale, jusque-là très segmentée. Pour remédier à cette conjoncture défavorable, il était impératif pour tous les pays dont notamment ceux en développement d'ouvrir leurs marchés de capitaux pour un appel aux sources de financement externes.

La libéralisation a ainsi vu le jour et a commencé par l'élimination des réglementations qui contraignent la mobilité internationale des capitaux. Cette politique a d'abord été entreprise par les économies les plus puissantes du monde comme l'Allemagne en 1973 et les Etats-Unis en 1974. Dans les marchés émergents, il faut attendre le début des années 1980 pour que les gouvernements comprennent le rôle impératif de la libéralisation financière.

La raison principale étant que les crédits octroyés par les banques étrangères en faveur des marchés émergents, constituant la seule source de financement extérieur, ont largement diminué à la suite du déclenchement de la crise d'endettement de 1982-1983 en Amérique-Latine. La volonté de réduction des écarts de développement avec les marchés développés a également poussé les pays émergents à libéraliser leurs marchés de capitaux.

Du point de vue théorique, le concept de libéralisation financière a été développé au début des années 70 dans les écrits de McKinnon et Shaw (1973)². Cette notion de

¹ Nguyen D.K, « Libéralisation financière et marchés émergents », Edition l'Harmattan, 2008, p70.

² Ben Salha O, « Libéralisation financière, crises bancaires et croissance économique : une investigation empirique en données de panel », mémoire Master en économie et finance internationale, université de Tunis El-Manar, octobre 2006, p5.

libéralisation financière est venue comme réponse à ce que les deux auteurs ont appelé « répression financière ». Selon les deux auteurs de l'école néolibérale, la répression financière engendrait des effets néfastes en termes de croissance économique. Dans la lignée de McKinnon et Shaw, plusieurs économistes ont essayé d'approfondir le modèle initial. Parmi ces travaux, on peut citer Kapur en 1976, Galbis en 1977, Mathieson en 1979 et plus récemment Roubini et Sala-i-Martin en 1992¹.

Malgré la multitude des études d'extension, la démarche adoptée n'a pas trop changé puisqu'elles ont toutes cherché à faire figurer les inconvénients que présente la répression financière et les avantages d'une politique de la libéralisation financière. En contrepartie, plusieurs critiques ont été avancées mettant en cause la thèse de McKinnon et Shaw (1973). Les plus importantes ont été avancées par les Néo-structuralistes et les Post-Keynésiens.

Conceptuellement, la libéralisation financière est composée d'un ensemble de plusieurs éléments : la levée des contrôles sur les taux d'intérêts ; la réduction des réserves obligatoires bancaires ; la diminution de l'intervention gouvernementale dans les activités bancaires ; la privatisation des entreprises étatiques dont notamment celles appartenant à l'industrie bancaire, l'admission des opérateurs étrangers dans l'industrie financière, et la suppression des barrières à l'investissement international et des restrictions sur la participation étrangère sur les marchés financiers nationaux. Vu qu'ils exercent des impacts différents sur les agrégats et agents économiques, ces éléments sont généralement regroupés en deux grandes catégories : la libéralisation interne et la libéralisation externe.

La libéralisation interne concerne en effet certaines réformes du système financier et englobe notamment les réformes du secteur bancaire et les politiques de privatisation (les quatre premiers éléments ci-dessus cités). En principe, la libéralisation interne devrait autoriser une fluctuation libre des taux d'intérêt et une autonomie des banques centrales dans la conduite des politiques de crédit et d'emprunt. Aussi, le niveau des taux d'intérêt fluctue en fonction de l'offre et de la demande de monnaie des agents économiques. Les aspects liés à la libéralisation financière interne constituent l'objet central des recherches en économie du développement.

¹Idem, p8.

La libéralisation externe a, quant à elle, pour objet de favoriser l'entrée des capitaux étrangers sur le marché national et donc en l'occurrence la participation des investisseurs étrangers. Les régulateurs sont amenés d'une part à assouplir les contrôles sur le transfert des gains et les taux de change, et d'autre part à permettre aux investisseurs étrangers de proposer légalement des services financiers concurrençant ceux des établissements locaux tels que les banques, les compagnies d'assurance et les courtiers.

Cependant, la succession de sévères crises bancaires et les conséquences dévastatrices qu'elles ont engendrées pour les économies, ont remis en cause l'idée selon laquelle la libéralisation financière a été créée afin d'améliorer le secteur financier, et par la suite promouvoir la croissance économique des pays en développement. En fait, la montée des crises financières, depuis les années 1990, a suscité beaucoup d'économistes pour reconsidérer l'équilibre entre les coûts et les bénéfices de la déréglementation financière. Il a été surtout argumenté qu'une libéralisation financière établie sans pour autant avoir veillé à maintenir un cadre institutionnel adéquat et un système financier bien développé peut jouer un rôle important dans le déclenchement des crises bancaires.

Pour ce faire, notre première partie est organisée de la manière suivante : à travers le premier chapitre, nous développerons les fondements théoriques de la libéralisation financière, le second chapitre étudiera le processus de la libéralisation financière, pour enfin, établir dans le troisième chapitre la relation qui existe entre la libéralisation financière et les crises bancaires et présenter les différents canaux par lesquels la libéralisation peut affecter la croissance économique.

Chapitre I :

Les approches théoriques de la libéralisation financière

Introduction au chapitre I :

Après la grande crise économique qui frappa le monde en 1929, l'intervention de l'Etat dans les activités économiques et financières était jugée indispensable.

Tout au long de la période ayant précédé cette crise, leur fonctionnement économique était basé sur le principe de l'autorégulation. L'Etat n'exerçait aucun contrôle et aucune fonction régulatrice sur l'économie. De ce fait, l'état de crise était attribué à l'incapacité du marché d'assurer une autorégulation permettant un équilibre de plein emploi. Dans ce cadre, selon la théorie de Keynésienne, l'Etat est appelé à jouer un rôle central dans le processus de régulation et constitue le stimulant et le moteur du développement et de la croissance économique.

En revanche, les tenants du libéralisme ont trouvé dans l'intervention massive de l'Etat des difficultés et des déséquilibres majeurs affectant l'économie capitaliste depuis 1970, d'où la nécessité du désengagement total de l'Etat et de l'abandon de toutes formes d'institutionnalisme et de toute structure de réglementation de l'activité économique. Il s'agit en effet du passage d'une économie basée sur le contrôle de l'Etat à une économie de marché. Ce passage s'inscrit dans le cadre d'un processus de libéralisation financière.

En effet, le concept de libéralisation financière est apparu au début des années 70, comme une nouvelle voie vers un meilleur développement économique et social.

Les théories traitant ce mouvement ont été dominées par l'approche dite "néoclassique de libéralisation financière" fondée par McKinnon et Shaw(1973). Par la suite, cette nouveauté a constitué le centre de préoccupation des institutions financières internationales à savoir, le FMI et la banque mondiale.

McKinnon et Shaw ont accompagné et propulsé le concept de libéralisation financière. A cette époque, ce concept semblait constituer le remède pour sortir d'un régime de répression financière. Une telle situation caractérisée par l'intervention excessive de l'Etat dans le secteur financier en administrant les taux d'intérêt, en encadrant et en orientant les crédits et en exigeant de la part des banques le maintien de réserves obligatoires trop élevées. Selon les deux auteurs de l'école néolibérale, la situation de répression financière engendrait un ralentissement de la croissance économique.

Depuis les travaux de McKinnon et Shaw, plusieurs économistes ont complété la théorie de la libéralisation financière, pour s'assurer que cette politique contribue positivement au

développement économique des pays qui choisissent de libéraliser leur secteur financier [Kapur(1976), Galbis(1977), Mathieson(1979), Roubini et Sala Martin(1992)]¹ leurs études avaient contribué à modéliser les travaux originaux de McKinnon et Shaw.

En revanche, cette théorie a été la cible de critiques de plusieurs économistes comme les néo structuralistes, tels Taylor(1983) et Van Winbergen(1983), ils furent les premiers à critiquer la thèse de la libéralisation financière. Ils insistent sur le rôle important joué par le secteur informel dans le financement de l'économie, au contraire de la thèse de McKinnon et Shaw qui n'accordent aucune importance à ce secteur. Par ailleurs, les post-Keynésiens ont aussi critiqué cette théorie. Contrairement aux théoriciens de la théorie de la libéralisation financière, les post-Keynésiens négligent le rôle de l'épargne ; ils pensent que l'investissement ne dépend pas d'elle mais du niveau de la demande effective et du taux d'intérêt [Beckerman (1988), Burckett & Dutt (1991)].

Pour clarifier davantage tous ces éléments, nous avons structuré ce chapitre de la façon suivante :

Section1 : présentation des thèses de McKinnon et Shaw en soulignant les points communs mais aussi les différences qui peuvent exister entre leurs contributions respectives. Nous montrerons notamment, qu'il peut exister un problème de compatibilité entre les deux approches et que l'on réduit trop souvent l'analyse de McKinnon et Shaw aux seuls travaux de ce dernier.

Section2 : portera sur les contributions de ceux que l'on peut qualifier "d'héritiers" des deux fondateurs dans la mesure où la plupart de ces contributions postérieurs se proposent d'étayer la thèse originelle sans en modifier les postulats fondamentaux.

Section3 : traitera, quant à elle, les critiques de la théorie de la libéralisation financière en commençant, dans un premier temps à présenter l'approche néo structuraliste, ensuite, l'approche dite post-Keynésienne.

¹ Foudeh M, « Libéralisation financière, efficacité du système financier et performances macroéconomiques : enseignements pour l'Égypte, la Jordanie et le Liban », Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université de Limoge, Juin 2007, p7

Section1 : Libéralisation financière : approche néoclassique

Lorsqu'on parle de libéralisation financière, on pense inmanquablement aux travaux de McKinnon et Shaw. C'est exactement en 1973 que ces deux auteurs ont présenté leur thèse dans laquelle ils ont critiqué la situation de répression financière ; en contrepartie, ils ont proposé la libéralisation financière comme étant une solution afin de stimuler le développement financier et la croissance économique de long terme.

En fait, c'est en réaction à ces études qu'un mouvement de libéralisation financière s'est produit dans presque toutes les régions du monde.

Trop souvent, cependant, on a tendance à confondre les travaux respectifs de ces deux auteurs. S'il est vrai que leurs conclusions sont identiques, les deux théories n'en demeurent pas moins distinctes à bien des égards.

Cette section se propose de présenter les théories respectives de McKinnon et Shaw. Nous verrons notamment que la théorie du premier est d'abord moins facile que celle du second. Cette particularité explique peut-être pourquoi on a trop souvent tendance à confondre les deux approches.

1.1/ De la répression à la libéralisation financière :

McKinnon et Shaw, indépendamment en 1973, ont souligné les effets de la répression financière et ont encouragé les politiques de libéralisation financière.

La répression financière¹ se caractérise par une situation où les réglementations du gouvernement et de la banque centrale entraînent des distorsions au niveau des opérations réalisées sur les marchés financiers.

Globalement cette situation est définie par :

- un plafonnement des taux d'intérêt nominaux qui peuvent entraîner des taux réels négatifs avec un effet défavorable sur l'épargne financière et les décisions d'investissement ;

¹ Notion proposée par McKinnon (1973) et Shaw (1973), est définie comme une situation dans laquelle le secteur financier est administré par les pouvoirs publics dans le but de financer les déficits publics et de subventionner les secteurs prioritaires.

- l'obligation pour les banques commerciales de constituer des réserves obligatoires non rémunérées auprès de la banque centrale ;
- un contrôle quantitatif et une allocation sélective du crédit vers les secteurs de production, les régions où les activités considérées par le gouvernement comme prioritaires (souvent à des taux d'intérêt préférentiels) ;
- un contrôle direct par l'Etat d'une partie du système bancaire avec des décisions de prêts guidées par des facteurs politiques plutôt que par des considérations d'efficacité.

Les conséquences négatives de la répression financière sont nombreuses et une telle politique confinerait inmanquablement les pays qui la pratiquent dans les ornières du sous-développement.

Ce que s'efforcent de démontrer McKinnon et Shaw, c'est que la répression financière conduit les agents domestiques à détenir des actifs improductifs ou des actifs non-monétaires plutôt que des dépôts bancaires. Ce faisant, les banques ne parviennent pas à collecter les ressources nécessaires à la satisfaction de la demande de crédits qui s'adresse à elles. L'offre de fonds prêtables est alors insuffisante ce qui est néfaste à l'investissement. En outre, si les autorités gouvernementales fixent les taux d'intérêt en dessous de leur valeur d'équilibre pour orienter les fonds vers tel ou tel secteur de l'économie, il s'en suit une mauvaise allocation des ressources : des investissements peu productifs sont financés alors que des investissements très productifs ne trouvent pas les fonds nécessaires à leur réalisation.

Les deux auteurs prônent donc l'abandon de telles politiques qui d'après eux conduit à un ralentissement de la croissance économique.

En effet, la thèse de la libéralisation financière trouve son origine théorique dans les écrits des deux économistes de l'école de Stanford : Mackinnon (1973) et Shaw (1973). Ces deux auteurs présentent la libéralisation du système financier comme une stratégie permettant d'améliorer l'efficacité des systèmes financiers et, indirectement, de favoriser la croissance économique dans les pays en voie de développement. McKinnon et Shaw partent du constat que les marchés financiers des pays en développement sont étroits et imparfaits et considèrent un système économique en déséquilibre avec une abondance d'opportunité d'investissement. Ils se placent en effet dans le cadre des économies des pays en voie de développement dans lesquels les politiques financières adoptées ne permettent pas d'exploiter ces opportunités. D'après ces auteurs, ces économies dont le rôle des intermédiaires financiers est faible, se caractérisent par des taux d'intérêt bas et par une forte intervention des autorités dans

l'allocation des crédits notamment par le biais des réserves obligatoires et de la politique d'encadrement des crédits.

En effet, la répression financière critiquée vivement par les auteurs est à l'origine de plusieurs distorsions telles que la faiblesse des taux d'intérêts sur les dépôts et le mauvais choix des projets d'investissement plus rentables.

Pour McKinnon et Shaw, la libéralisation financière serait la meilleure solution pour ces économies pour accroître leurs niveaux d'investissement et promouvoir la croissance économique. Ils retiennent les arguments suivants :

- D'une part, le plafonnement des taux d'intérêt à des niveaux bas :
 - Ø réduit l'épargne (baisse des dépôts bancaires) au profit de la consommation courante ;
 - Ø fixe l'investissement au-dessous de son niveau optimal ;
 - Ø détériore la qualité des investissements réalisés dans la mesure où les banques seront obligées de financer des projets liés à des secteurs à faibles rendements tels que le secteur agricole ou encore l'immobilier, etc.

- D'autre part, la répression financière entraîne une mauvaise allocation des crédits.

Leur objectif consistait à mobiliser l'épargne domestique et améliorer son affectation par le biais des taux d'intérêt réels positifs. En conséquence, le secteur financier est appelé à jouer un rôle stratégique dans l'allocation des ressources et permettre son allocation efficace.

L'approche de McKinnon et Shaw conclut donc, invariablement, à souligner le caractère néfaste de la répression financière. La mise en place de taux nominaux administrés ou de réserves obligatoires et la poursuite de politiques monétaires trop laxistes génératrices d'inflation affecteraient négativement la croissance économique. Au contraire, la libéralisation financière, parce qu'elle permettrait le développement financier, serait à même d'accélérer le développement économique.

La littérature de la libéralisation financière a été fondée, comme évoqué précédemment, suite à l'édification de l'école de la répression financière par McKinnon (1973) et Shaw (1973). Leurs œuvres certifient que la libéralisation financière est le moyen le plus efficace

pour développer l'intermédiation bancaire, relancer l'accumulation du capital et promouvoir la croissance économique dans les pays en voie du développement.

Cependant, la première partie de cette section sera consacrée à présenter les théories respectives des deux pères fondateurs de la théorie de la libéralisation financière à savoir McKinnon et Shaw.

1.1.1/ L'approche de McKinnon : fragmentation de l'économie et complémentarité de la monnaie et du capital :

Dans l'analyse de McKinnon, l'épargne et, en particulier l'épargne financière (*l'épargne financière est la partie de l'épargne qui est placée sous forme de valeurs mobilières ou d'actifs financiers*)¹, joue un rôle fondamental. En effet, la constitution d'une épargne financière constitue le préalable incontournable à tout investissement, ce dernier déterminant la croissance. Puisqu'il considère que l'épargne financière est au cœur du processus de développement économique, une attention toute particulière est portée à l'existence et aux modalités de fonctionnement du marché des capitaux domestiques.

Potentiellement, l'épargne financière domestique des pays en voie de développement, bien que limitée, serait suffisante pour permettre le décollage économique. Pourtant, la mise en place de politiques de répression financière, quand bien même elles paraissent légitimes aux autorités gouvernementales, éloigne l'épargne de ses emplois productifs, déprime l'investissement et compromet la croissance.

McKinnon plaide donc en faveur du relâchement des contraintes qui pèsent sur les intermédiaires financiers parce qu'il est convaincu que l'approfondissement financier et le développement économique sont intimement liés.

La démarche de McKinnon comporte deux étapes distinctes :

- Dans la première, l'auteur se place dans une optique macro-économique. L'autofinancement des investissements est absolu et la monnaie possède un statut tout à fait particulier : elle sert en effet de conduite à l'accumulation du capital. Compte tenu de cette fonction spécifique, la monnaie joue un rôle privilégié dans le processus du développement économique. Cependant, elle ne peut remplir son rôle qu'à la condition que le niveau des taux d'intérêts puisse se déterminer librement.

¹ Beitone A, Dollo C, Guidoni J-P, Legardez A, « Dictionnaire des sciences économiques », Armand Colin, Paris 1991, p137.

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

1.1.1.1/ Fragmentation de l'économie et intervention de l'Etat :

McKinnon considère qu'un grand nombre d'économies en voie de développement connaissent des distorsions profondes et durables dans leur fonctionnement. C'est le cas, notamment, lorsque les infrastructures commerciales ou de communication sont insuffisamment développées. McKinnon qualifie ces économies de fragmentées¹ « où, compte tenu du manque de marchés financiers organisés [...], toutes les unités économiques sont réduites à l'autofinancement, sans qu'il soit besoin de faire une distinction entre les épargnants (ménages) et les investisseurs (entreprises). Ces entreprises-ménages ne se prêtent pas ou ne s'empruntent pas les unes aux autres »²

La fragmentation affecte tous les secteurs de l'économie. Elle prévaut également sur le marché des capitaux domestiques où elle se manifeste par la dispersion importante des taux de rendements des investissements. Dans cette situation, en effet, il n'existerait pas de taux d'intérêt unique ou de structure par terme des taux d'intérêt. Compte tenu du contexte, l'Etat peut trouver légitime d'intervenir dans la répartition des ressources globales (épargne) entre les différents secteurs. Si ce type d'intervention peut paraître légitime au gouvernement, il ne fait qu'aggraver la fragmentation existante : « Ainsi, la forme moderne de la fragmentation est largement imputable à la politique gouvernementale et va au delà de la vieille distinction entre le secteur exportateur et le secteur de subsistance traditionnel »³. Il en résulte une situation de cercle vicieux : plus l'intervention de l'Etat est importante et plus la fragmentation de l'économie est grande ; plus cette dernière s'accroît, et plus les autorités sont incitées à intervenir.

¹ La fragmentation est définie comme le fait que les entreprises et les ménages sont tellement isolés qu'ils doivent faire face à des prix effectifs différents pour la terre, le capital et les marchandises et qu'ils n'ont pas accès aux mêmes technologies.

² Venet B, « Libéralisation financière et développement économique : une revue critique de la littérature », Revue d'économie financière, n°29, 1994, p89.

³ Venet B, « Les approches théoriques de la libéralisation financière », p17, Octobre 2000 voir http://www.dauphine.fr/eurisco/eur_wp/venet_fdev_chap1.pdf

Compte tenu de cette fragmentation endémique, et, notamment, des distorsions qui existent sur le marché des capitaux, McKinnon préfère définir le développement économique comme la défragmentation du marché des capitaux. Pour McKinnon, les possibilités de financement externe des investissements sont limitées et les intermédiaires financiers jouent le rôle de collecte des dépôts et non l'octroi de crédits. Dans ce modèle, la majorité des investissements est autofinancé et l'investissement étant indivisible, nécessite une épargne importante. Pour lui, l'épargne est une fonction croissante et positive du taux d'intérêt. Les encaisses réelles et les capitaux physiques sont complémentaires et non substituables.

1.1.1.2/ Intermédiation, répression financière et secteur informel :

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

Cette rareté du crédit bancaire officiel conduirait les agents qui n'y ont pas accès à se financer sur le secteur financier informel. En effet, en l'absence d'un secteur officiel suffisamment développé, ce dernier constituerait la seule source de financement externe pour les entrepreneurs.

Cependant, l'Etat peut décider d'intervenir pour limiter l'influence du secteur informel. Néanmoins, cette solution constitue selon lui un optimum de second rang. Sa préférence va plutôt au développement du secteur bancaire, et donc à la levée des contraintes réglementaires qui pèsent sur son activité. Dès que la répression financière aura disparu c'est-à-dire que le secteur bancaire sera un secteur concurrentiel capable de capter suffisamment de dépôts pour pouvoir accorder des crédits en quantité, le recours au secteur informel se fera plus rare. Le développement de l'activité bancaire devrait conduire à sa disparition. La meilleure stratégie

consisterait donc, dès lors qu'il existe déjà un secteur bancaire dans la réalité, à laisser les taux d'intérêt se fixer à leur valeur de laissez-faire. Des taux d'intérêt élevés, par ailleurs, élimineraient les investissements à faible rendement.

Empiriquement, McKinnon justifie son approche théorique par les expériences de libéralisation financière menées en Allemagne et au Japon (1953- 1970), en Indonésie (1967-1969) et surtout en Corée du Sud (1964-1970).

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

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

McKinnon voit donc dans la politique économique coréenne le prototype de la libéralisation financière réussie.

1.1.1.3/ Libéralisation financière, entrée de capitaux et taux de change :

Comme il a été souligné précédemment, l'objectif de la libéralisation financière est de permettre au taux d'intérêt d'atteindre des valeurs permettant d'équilibrer l'offre et la demande de fonds prêtables. Concrètement, la politique de libéralisation financière doit donc se solder par un accroissement du taux d'intérêt réel. Cependant, cette mesure peut générer un différentiel positif entre le taux d'intérêt domestique et le taux d'intérêt étranger.

Si l'économie est ouverte sur l'extérieur et qu'il n'existe que peu ou pas d'entraves aux entrées de capitaux, ce différentiel positif peut provoquer un afflux massif d'épargne étrangère. Or, dans un système de taux de change fixes, la croissance de la masse monétaire est conditionnée par l'évolution de ses contreparties c'est-à-dire dans un système simplifié, par la variation des réserves de change de la banque centrale. Si les capitaux affluent, les réserves de change s'accroissent et la masse monétaire également par voie de conséquence.

Ainsi, en l'absence de toute politique de stérilisation, la libéralisation financière peut-elle être à l'origine d'un processus inflationniste qui viendrait compenser l'impact positif de l'augmentation du taux d'intérêt nominal.

D'après McKinnon, la solution à ce type de problème réside dans le fait qu'aux yeux des investisseurs domestiques et étrangers le différentiel de taux d'intérêt réels n'apparaisse pas trop important. De cette manière, des entrées massives de capitaux ne viendraient pas entraver le processus de libéralisation financière :

*« Le problème crucial est de s'assurer que les valeurs des taux d'intérêt réels soient perçues comme proches par les investisseurs étrangers et domestiques. Les coûts d'opportunité qui relèvent du recours au financement extérieur sont dès lors valorisés plus fidèlement et, ce qui est le plus important, le contrôle de l'offre domestique d'encaisses nominales n'est pas remise en cause par des entrées massives de capitaux compte tenu de la libéralisation financière ».*¹

Ce rapprochement entre les taux d'intérêt réels domestiques et étrangers peut être obtenu grâce à une dévaluation progressive et suivant un taux constant du taux de change. Grâce à cette mesure, en effet, les gains tirés par un investisseur qui emprunterait à l'extérieur à un taux d'intérêt plus favorable seraient en partie compensés par l'augmentation du coût lié à la dépréciation de la monnaie nationale. Ainsi, cette politique réduirait l'ampleur des entrées de capitaux et faciliterait le contrôle de la masse monétaire par la banque centrale.

Ce que propose McKinnon, c'est donc de stériliser les entrées de capitaux grâce à la dévaluation progressive et continue du taux de change jusqu'à ce qu'il atteigne son niveau d'équilibre, c'est-à-dire que les rendements des actifs domestiques et étrangers soient égaux. L'Etat se voit donc chargé d'une nouvelle mission : assurer que les entrées potentielles de capitaux ne viennent pas annuler l'effet bénéfique de la hausse du taux d'intérêt domestique. Pour ce faire, il est même légitime que les autorités gouvernementales puissent avoir temporairement recours au contrôle administratif des entrées de capitaux. Plutôt que de faire financer l'accumulation du capital par l'épargne extérieure, McKinnon préfère donc compter sur la mobilisation de l'épargne domestique.

Il résume ainsi les conséquences de la répression financière telles qu'elles avaient été décrites par Shaw et par lui-même au début des années soixante-dix. Dans une économie fragmentée où sévit la répression financière :

¹ Idem, p28.

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

Vingt ans après son premier ouvrage consacré à la question, McKinnon considère donc toujours la répression financière, et la fragmentation de l'économie qui en résulte, comme un obstacle majeur au développement économique.

Le comportement des autorités gouvernementales, notamment en ce qui concerne la répartition discrétionnaire des fonds prêtables, est au centre de sa démonstration. La libéralisation financière apparaît comme une nécessité.

1.1.2/ L'approfondissement financier de E. Shaw :

A bien des égards, cette contribution apparaît comme complémentaire à celle de McKinnon. Avant tout autre chose, Shaw est convaincu de l'efficacité de l'économie de marché.

L'approfondissement financier passe donc obligatoirement par l'abandon des politiques de répression financière. Dans ce contexte, la libéralisation financière consiste à faire tendre les marchés financiers vers la perfection. Elle doit, en effet, permettre l'abandon de la mainmise des autorités gouvernementales sur la sphère financière et instaurer la libre

.....

concurrence entre les institutions financières. Elle constitue une des conditions du développement économique.

1.1.2.1/ Economie en retard et répression financière :

Tout comme chez McKinnon (1973), la répression financière prend essentiellement la forme d'une fixation par les autorités des taux d'intérêt nominaux au dessous de leur valeur d'équilibre concurrentiel. Cette fixation des taux nominaux, accompagnée d'un taux d'inflation important lié, rend les taux d'intérêt réels faiblement positifs, voire négatifs. Les conséquences négatives en terme de croissance économique et de développement de la sphère financière qui en résultent sont nombreuses :

- cela conduit à des sorties des capitaux domestiques qui restreignent l'offre de fonds prêtables pour les investisseurs les moins riches ;
- en second lieu, la fuite des capitaux et la faiblesse artificielle des taux d'intérêt réels font de l'autofinancement un phénomène dominant ;
- ensuite, la répression financière conduit à un rationnement du crédit bancaire (excès d'offre de titres primaires). Comme, par ailleurs, les fonds prêtables disponibles sont orientés par l'Etat vers tel ou tel secteur de l'économie, les intermédiaires financiers ne s'attachent qu'à réduire le risque encouru et renforcent ainsi le rationnement du crédit.
- ce type de politique est également à l'origine d'une partie du chômage dans la mesure où de faibles taux d'intérêt réels encouragent la substitution du capital au travail ;
- enfin, la répression financière force les agents à se tourner vers les marchés financiers informels qui ne constituent que des substituts imparfaits au marché financier organisé.

Etant donné les conséquences négatives de la répression financière, Shaw considère qu'il est essentiel que la sphère financière puisse fonctionner convenablement c'est-à-dire dans un environnement concurrentiel.

1.1.2.2/ La nécessaire libéralisation financière :

L'impact positif de la libéralisation financière sur l'économie passe essentiellement par le canal du taux d'intérêt réel. Ce dernier doit pouvoir se fixer librement de manière à refléter fidèlement la rareté de l'épargne :

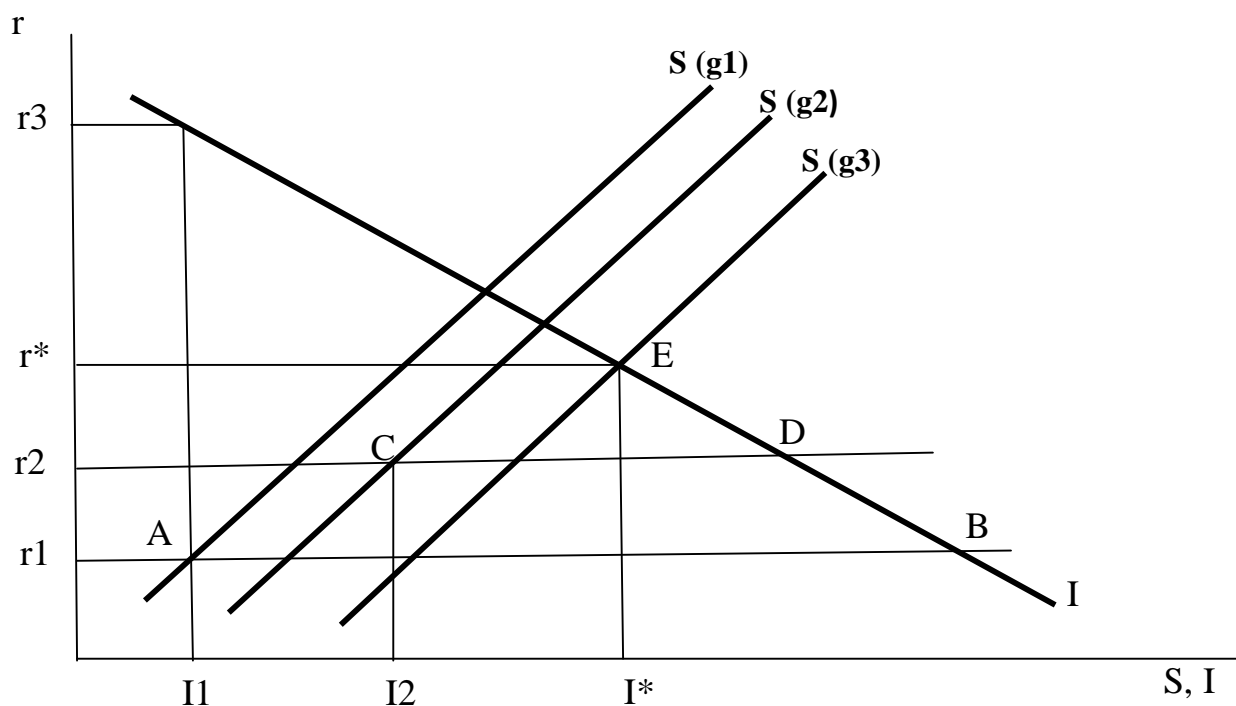
« L'épargne est rare dans une économie en retard dans la mesure où, compte tenu des taux prêteurs qui existent dans la plupart des pays en développement, on peut trouver un excès de demande d'épargne pour financer des projets d'investissements dont les risques sont acceptables. Cette demande excédentaire qui règne sur le marché [domestique] des capitaux peut être résorbée grâce à des niveaux plus élevés des taux prêteur »¹

Les arguments de Shaw en faveur de la libéralisation financière sont résumés dans la proposition suivante :

« Les arguments qui plaident en faveur de la libéralisation de la sphère financière sont que les prix qui reflètent la rareté de l'épargne [que la libéralisation permet d'atteindre] accroissent le taux d'épargne, améliorent l'allocation de l'épargne, conduisent à une substitution entre le travail et le capital et favorisent l'égalisation des revenus »²

Il est possible d'illustrer la pensée de Shaw dans le graphique présenté ci-après (figure1) :

Figure1 : Les effets de la répression financière sur l'épargne et l'investissement



Source : Venet B, 1994, Op Citée, p91.

¹ Ibid, p32.

² Ibid.

De manière tout à fait classique, Shaw considère que l'investissement (I) est une fonction décroissante du taux d'intérêt réel (r). Quant à la fonction d'épargne (S), elle est supposée être une fonction croissante du taux de croissance de l'économie (g) et du taux d'intérêt réel. Chaque fonction d'épargne est représentée en fonction d'un certain taux de croissance de l'économie (g). Ici, on suppose que $g_1 < g_2 < g_3$.

Dans le graphique, les taux d'intérêt r_1 et r_2 correspondent à deux situations où le taux d'intérêt réel est fixé en dessous de sa valeur d'équilibre de marché ($r_1 < r_2 < r^*$ et r^* : taux d'intérêt réel d'équilibre de laissez-faire tel que $I^* = S^*$).

On suppose que le taux de croissance initial de l'économie est g_1 . Pour r_1 (taux d'intérêt réel servi sur les dépôts bancaires), l'épargne est égale à I_1 . Si les banques pouvaient fixer leur taux réel créditeur au niveau désiré, alors celui-ci s'établirait en r_3 (pour l'investissement I_1) et la marge ainsi dégagée ($r_3 - r_1$) par le secteur bancaire régulé mais concurrentiel pourrait servir à financer des actions de concurrence en dehors de celles exercées au travers des prix (publicité, prestation de nouveaux services, ...).

Cependant, la fixation des taux d'intérêt réels (débiteurs et créditeurs) en dessous de leur valeur de marché réduit l'épargne et, par là même, l'investissement.

Une partie de la demande d'investissement ne peut donc pas être satisfaite à cause d'une épargne insuffisante (segment [AB]). D'après Shaw, les projets financés auront un taux de rendement juste supérieur au taux d'intérêt réel r_1 et ce, en raison du comportement excessivement prudent des banques souligné plus haut.

Le passage de r_1 à r_2 illustre le desserrement de la contrainte étatique sur le secteur bancaire. L'augmentation du taux d'intérêt va permettre d'accroître l'épargne. Grâce à cet accroissement, le volume mais aussi la qualité de l'investissement vont augmenter. En effet, pour que la banque puisse servir un taux d'intérêt supérieur ($r_2 > r_1$), il est nécessaire que les rendements de l'investissement soient plus élevés. Au total, l'augmentation du taux d'intérêt permet de réduire l'insuffisance de l'épargne ($[CD] < [AB]$), stimule l'investissement et accroît le revenu. Bien entendu, toute situation de demande d'investissement insatisfaite ne disparaît qu'à la condition que r se fixe à r^* c'est à dire que le plafonnement disparaisse et que le taux d'intérêt puisse se fixer librement à sa valeur d'équilibre de marché. Cela conduit invariablement, d'après Shaw, à un taux de croissance de l'économie plus élevé. En effet, dans le système de laissez-faire, il s'établit à g_3 .

En conséquence, la libéralisation financière, parce qu'elle se traduit par une augmentation du taux d'intérêt réel, permet à la fois d'accroître l'épargne domestique privée et d'améliorer l'allocation de celle-ci.

Par ailleurs, en permettant le développement financier :

- elle conduit à une plus grande diversification et à une maturité plus longue des produits financiers qui favorisent les prêteurs et les emprunteurs ;
- elle inverse le flux des capitaux en permettant l'entrée des capitaux étrangers plutôt que la fuite des capitaux domestiques ;
- elle réduit le recours au secteur financier informel qui, dès lors, n'a plus de raison d'être. Elle permet donc une intégration du marché domestique du capital et ce, pour deux raisons. Elle tend à égaliser les taux d'intérêt ;
- enfin, la libéralisation financière permet aussi l'émergence d'institutions financières spécialisées dans telle ou telle fonction.

L'analyse de Shaw est donc sans équivoque : « *le salut vient du marché et toute politique de développement économique fondée sur l'interventionnisme de l'Etat, notamment en ce qui concerne l'allocation des ressources, est non seulement inefficace, mais encore un facteur de sous-développement* »¹.

1.1.3/ Le problème de compatibilité des analyses de McKinnon et Shaw :

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

En outre, les deux visions mettent un accent identique sur le rôle central des intermédiaires financiers qui, dans le cadre d'un marché financier parfait, sont susceptibles de permettre l'allocation optimale des ressources. Enfin, les deux auteurs insistent sur la nécessaire unification des marchés financiers qui est supposée stimuler la croissance.

La présentation en détail qui vient d'être réalisée montre cependant que c'est essentiellement à Shaw que l'on fait référence lorsqu'on évoque la théorie de la libéralisation financière. En effet, on ne retient généralement du concept de libéralisation financière que l'idée selon laquelle la déréglementation de la sphère financière doit permettre une augmentation de l'offre de crédits des intermédiaires financiers. Cette idée se trouve principalement dans l'analyse de Shaw alors qu'elle n'est que seconde dans la théorie de

¹ Venet B, 2000, Op Citée, p36.

McKinnon dans la mesure où l'essentiel de sa démonstration se fait dans le cadre d'une économie où l'investissement est autofinancé.

En outre, il existe une différence fondamentale entre les deux analyses qui peut rendre, au premier abord, leur substituabilité douteuse.

McKinnon se place dans une économie fragmentée et peu monétarisée où les banques n'exercent pas d'activités de crédit. Elles se bornent à collecter l'épargne (les dépôts), à le rémunérer et à le rendre à leurs propriétaires. Il suppose l'existence préalable d'un secteur bancaire dont l'activité de prêts est, par définition inexistante. Pour lui, l'économie n'en est encore au premier stade (monnaie externe, dans la mesure où l'emprunt auprès de secteur bancaire est impossible).

Dans son modèle, Shaw raisonne dans le cadre d'une économie monétarisée où les banques sont déjà des intermédiaires financiers potentiels. Pour lui, l'économie a déjà atteint le second stade de développement financier (monnaie interne). Mais, il semble que le passage d'un système d'autofinancement à un système de financement intermédié est inexpliqué dans les écrits de McKinnon, alors on peut résumer « l'approche McKinnon-Shaw » au seul modèle de Shaw.

1.1.4/ Les problèmes posés par la libéralisation financière dans ces approches :

En premier lieu, l'ensemble de la théorie de la libéralisation financière suppose une relation croissante entre taux d'intérêt réel et épargne. C'est ne prendre en compte que l'effet de substitution qui implique, en effet, un accroissement de l'épargne lorsque sa rémunération s'accroît. Pourtant, il faut y ajouter un effet revenu qui, au contraire du précédent, implique une relation décroissante entre épargne et taux d'intérêt réel. Au total, l'effet est donc ambigu, sauf à supposer, comme le fait McKinnon, que l'épargne est initialement tellement faible dans les pays en voie de développement que l'augmentation de sa rémunération ne peut avoir qu'un effet positif sur celle-ci.

En second lieu, l'approche de McKinnon/Shaw est fondée sur l'hypothèse implicite que le marché financier est un marché parfait. Cela implique que la libéralisation financière pourrait s'avérer, par essence, inefficace compte-tenu des imperfections du marché du crédit. Structurellement, les marchés du crédit ne sont pas des marchés ordinaires, dans la mesure où ne s'y échangent pas des biens contemporains, mais des fonds auxquels sont attachés des promesses de rendement dans le futur. Il existe donc un risque de défaut, variable d'un prêt à l'autre. Cette variabilité des risques de défaut pose le problème de l'information et de sa

collecte par le prêteur. Si celui-ci ne peut déterminer avec précision le risque attaché à chaque emprunteur ou s'il ne peut parfaitement agir en fonction de la connaissance de ces risques, alors les imperfections informationnelles peuvent conduire à des processus d'anti-sélection. La banque, par exemple, peut être conduite à augmenter ses taux créditeurs si l'information est imparfaite. Autrement dit, elle va sanctionner tous ses débiteurs en les considérant comme imparfaitement sûrs parce qu'elle n'aura pas été à même de déterminer avec précision le risque attaché à chacun d'entre eux. Ce comportement a deux conséquences majeures :

- les entreprises vont alors privilégier des projets plus risqués compte-tenu du niveau élevé des taux d'intérêt ;
- la banque va plutôt attirer de mauvais emprunteurs qui, compte-tenu du niveau élevé des taux d'intérêt, seront relativement peu sensibles à ne pas honorer leurs charges de crédit.

En troisième lieu, une série de problèmes se pose en ce qui concerne la hausse des taux d'intérêt induite par la libéralisation financière. Ces problèmes sont de deux ordres :

-D'une part, il peut se poser un problème transitoire pour le secteur bancaire et le gouvernement le temps que ceux-ci s'adaptent au nouveau niveau des taux d'intérêt. En ce qui concerne les banques, elles peuvent subir des pertes importantes liées à leur activité de transformation des échéances. En effet, les banques accordent de façon structurelle des prêts d'une échéance moyenne à longueur supérieure à celle des dépôts qu'elles collectent. Si ces prêts sont accordés à taux fixe, et si les taux servis sur les dépôts s'accroissent consécutivement à la libéralisation financière, alors il s'en suivra une diminution provisoire de la marge bancaire liée à l'impossibilité pour les banques de répercuter immédiatement l'augmentation du coût de leurs ressources. Cette situation place le secteur bancaire dans une situation de fragilité transitoire. De même, la hausse des taux d'intérêt n'est pas sans incidence sur le déficit budgétaire. Le poids du service de la dette publique augmentant, le déficit public peut se creuser d'avantage. Le phénomène peut être encore amplifié si la libéralisation financière réduit les revenus fiscaux prélevés sur le secteur bancaire ou réduit la part des bons du trésor à l'actif des banques.

-D'autre part, le taux d'intérêt nominal peut s'élever au dessus du taux d'inflation, ce qui peut conduire à une répression financière supplémentaire¹, cette affirmation peut être justifiée de trois manières :

- 1) la demande d'investissement peut être très faible ;
- 2) l'épargne peut être positive en dépit de taux d'intérêt réels négatifs ;
- 3) il existe des distorsions non-financières (taux de change surévalué...) dans l'économie.

Dés lors, chercher à rendre les taux d'intérêt réels positifs, c'est introduire des distorsions importantes dans l'économie et handicaper le développement économique.

En dernier lieu, l'approche de McKinnon/Shaw néglige un des aspects structurels les plus caractéristiques des économies en voie de développement : l'existence d'un secteur financier informel. Pour les tenants de la libéralisation financière, ce dualisme financier n'est qu'un avatar de la répression financière et de la fragmentation de l'économie. La banque Mondiale (1989) adhère totalement à ce point de vue en affirmant que « *l'existence de marchés informels est souvent un signe de la répression financière* »². En conséquence, le secteur financier informel perdra de son importance avec la libéralisation financière dans la mesure où, « *comme l'écrit Shaw, le secteur informel [qui ne constitue qu'un substitut imparfait aux actifs financiers indirects] va devoir faire face à la concurrence accrue d'un secteur financier organisé plus libéralisé. Secteur officiel et secteur informel seraient donc substituables et la croissance du premier conduirait inmanquablement à la disparition du second. Pourtant, l'existence d'un marché financier non-officiel n'est pas forcément la preuve nécessaire de la répression financière, mais plutôt la manifestation d'une organisation particulière de la production et du marketing* »³

La remise en cause du lien entre répression financière et existence d'un secteur financier non-officiel fonde les critiques apportées par les Néo-structuralistes aux thèses de McKinnon/Shaw que nous verrons un peu plus tard dans la troisième section de ce chapitre.

¹ Venet B, 1994, Op Citée, p96.

² Idem.

³ Ibid, p96.

Dans cette première section nous avons présenté, dans le détail, les approches des deux pères fondateurs de la libéralisation financière à savoir McKinnon et Shaw. Pour ces derniers, la théorie de la libéralisation financière implique un retrait partiel de l'Etat dans les affaires financières. Ils trouvent ainsi dans les interventions massives des autorités financières des déséquilibres majeurs décourageant l'épargne et rendant l'affectation des ressources non optimales. Leurs travaux se sont fondés sur le rôle du système financier qui est considéré comme moyen efficace pour accélérer la croissance économique par canal de transmission des taux d'intérêt réels positifs.

Cependant, même si, comme nous l'avons déjà cité plus haut, les deux approches peuvent poser un problème de compatibilité, les travaux de McKinnon et Shaw ont ouvert une voie dans laquelle un grand nombre d'autres se sont engagés. L'ensemble de ces auteurs forment, avec les deux pères fondateurs, l'école dite de « la répression financière ».

La section suivante est consacrée à la présentation des travaux des héritiers de McKinnon et Shaw.

Section2 : Prolongements théoriques de la libéralisation financière

A la suite de la parution, en 1973, des travaux de McKinnon et Shaw, un nombre important d'économistes, convaincus du bien fondé des travaux des deux auteurs, ont tenté de les développer et de les enrichir.

Ces travaux sont publiés entre la deuxième moitié des années soixante-dix et le début des années quatre-vingt-dix.

La première partie de cette section est consacrée à une présentation de la première génération des travaux des héritiers de McKinnon et Shaw [Kapur(1976), Galbis(1977), Mathieson(1979)] qui s'attache plus à modéliser les contributions originelles de McKinnon et Shaw qu'à apporter de nouveaux fondements au concept de la libéralisation financière.

La seconde génération, quant à elle, [Roubini et Sala-i-Martin(1992,1995)] fera l'objet d'étude de la deuxième partie. Cette seconde génération s'est efforcée d'exprimer les déterminants de la libéralisation financière ou de démontrer le rôle primordial de l'intermédiation financière (banque et marché financier) au moment de la libéralisation financière.

2.1/ La première génération des travaux des héritiers de McKinnon et Shaw:

2.1.1/ Le modèle de Galbis :

En 1977, Galbis élabore un modèle¹ où coexistent deux secteurs productifs :

- Un secteur traditionnel où le rendement du capital est constant mais faible ;
- Un secteur moderne où le rendement du capital, bien que constant lui aussi, est plus élevé.

Le but de Galbis est de montrer que la répression financière a des conséquences néfastes sur l'efficacité moyenne de l'investissement global.

Cette dernière prend, comme chez McKinnon et Shaw, la forme d'une fixation des taux d'intérêt réels en dessous de leur valeur d'équilibre de marché.

Le premier secteur autofinance totalement ses investissements. Il lui est impossible d'avoir accès au financement intermédié.

Le secteur moderne, quant à lui, finance ses investissements grâce à des prêts bancaires et à ses fonds propres « *qui sont constitués de dépôts bancaires rémunérés. Cette technique permet de réduire le risque de rendement encouru par le banquier* ». ²

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

L'investissement du secteur moderne va donc diminuer, à la fois à cause de la hausse du taux exigé sur les prêts, mais aussi parce que les fonds propres des entreprises vont diminuer. Le rendement du capital du secteur moderne étant supposé meilleur que le rendement du secteur traditionnel, la répression financière se traduit donc par une diminution de la qualité moyenne de l'investissement global. A l'inverse, la libéralisation financière (hausse des taux servis sur les dépôts) conduit à un accroissement de la productivité moyenne de l'investissement parce qu'elle se traduit par un déplacement de l'épargne du secteur traditionnel vers le secteur moderne.

L'analyse de Galbis paraît relativement proche des travaux de McKinnon (1973). En effet, ce qui est étudié, ici, c'est le moment où le rendement réel des dépôts est supérieur au rendement optimal, ce qui rend à nouveau substituables la monnaie et le capital. Galbis met en

¹ Venet B, 2000, Op Citée, p39.

² Idem.

outre l'accent sur les conséquences de la répression financière sur l'efficacité de l'investissement plutôt que sur sa quantité. De ce point de vue, il est également proche des thèses de Shaw (1973).

2.1.2/ Les travaux de Kapur et Mathieson :

Kapur (1976) et Mathieson (1979) sont les premiers économistes à introduire un aspect dynamique dans l'analyse de McKinnon et Shaw.

Le modèle de Kapur (1976)¹ est construit de la manière suivante :

Il suppose que le capital se décompose en capital fixe et en capital circulant et qu'une fraction du premier est inutilisée. Ainsi, le capital circulant constitue la contrainte qui pèse sur le niveau de la production. Les intermédiaires financiers sont au cœur du processus d'investissement en capital circulant. En effet, ces derniers sont supposés financer les achats de capital qui prennent deux formes distinctes.

- D'une part, il est nécessaire de remplacer le capital circulant épuisé au cours du processus de production. La banque accepte de financer ce remplacement à hauteur d'une proportion fixe notée θ , le reste $(1 - \theta)$ étant financé par des emprunts sur un marché libre moyennant le paiement d'un taux d'intérêt.

-D'autre part, les banques financent, grâce aux crédits qu'elles accordent, toute utilisation supplémentaire en capital circulant destinée à accroître le volume de la production. Le bilan des intermédiaires financiers se décompose comme suit. A l'actif des banques figurent les prêts qu'elles accordent et les réserves qu'elles sont tenues de constituer auprès de la banque centrale. Leur passif, quant à lui, est constitué des dépôts du public. Tout comme chez McKinnon et Shaw, le rendement réel servi sur les dépôts a une importance considérable:

« si ce dernier est trop faible -parce que le taux nominal est fixé arbitrairement bas ou parce que l'inflation est trop importante- les ressources du système bancaire diminuent, entraînant une baisse du volume des crédits distribués »².

Les entrepreneurs sont alors dans l'incapacité d'investir dans le capital circulant et le taux de croissance de l'économie en pâtit. En outre, les autorités gouvernementales fixent le

¹ Ibid, p40.

² Venet B, 2000, Op Citée, p41.

taux des réserves obligatoires. Si ce dernier est trop élevé, le volume des crédits distribués diminue, l'investissement ralentit et là encore, la croissance s'en trouve ralentie.

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

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

-la deuxième consiste à laisser le taux réel servi sur les dépôts atteindre son niveau d'équilibre concurrentiel. La libéralisation financière permet alors un accroissement de la demande d'encaisses réelles et donc une augmentation de la demande de dépôts bancaires. Cet accroissement de la demande d'encaisses a deux conséquences positives :

- d'une part, les intermédiaires financiers disposent alors d'un montant de ressources supérieur qui constitue une source supplémentaire de crédits ;
- d'autre part, l'inflation diminue.

Pour Kapur (1976), la seconde stratégie, c'est à dire la libéralisation financière, est préférable à la première. En effet, outre son impact positif sur l'inflation, elle permet de stimuler l'investissement et donc la croissance.

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

L'investissement dépend du rendement (supposé constant) du capital et du taux d'intérêt réel prêté par les banques. Lorsque le rendement du capital s'accroît, l'investissement augmente. Une augmentation de l'inflation anticipée produit le même effet car elle réduit le taux d'intérêt réel demandé par les banques sur les prêts qu'elles accordent. A l'inverse, un renchérissement du coût réel du crédit décourage l'investissement. L'offre de fonds prêtables par les intermédiaires financiers, quant à elle, est influencée positivement par le volume des dépôts -qui croît avec la rémunération réelle servie sur ces derniers- et négativement avec le

coefficient de réserves obligatoires exigé par la banque centrale. La confrontation de l'offre et de la demande de fonds prêtables détermine le taux d'intérêt réel servi sur les dépôts. Ce dernier est une fonction croissante de la part de l'investissement financée par les banques et du taux de réserves obligatoires. A l'équilibre, si le taux servi sur les dépôts s'accroît - consécutivement à une augmentation du taux de réserves obligatoires, par exemple-, le taux exigé sur les prêts augmente, ce qui déprime l'investissement et, par voie de conséquence, le taux de croissance de l'économie.

La répression financière peut donc prendre la forme d'un plafonnement du taux prêteur. Dans ce cas, le taux d'intérêt servi sur les dépôts se fixe en dessous de son niveau d'équilibre car les banques tentent de préserver leur marge. La rémunération des dépôts diminuant, les agents sont moins incités à déposer auprès des banques. L'offre de crédits diminue et le stock de capital est inférieur au niveau atteint dans la situation où les deux taux d'intérêt se déterminent librement.

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

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

En effet, le surcroît de marge qui résulte d'une telle mesure peut inciter les banques à abandonner une partie de leur prudence en finançant des investisseurs dont les rendements des projets sont plus rentables mais également plus risqués. Lorsque cette marge exceptionnelle disparaîtra, rien ne prouve que la situation (peut-être difficile) des intermédiaires financiers n'incitera pas les autorités à maintenir l'écart entre les deux taux d'intérêt de manière à assurer la pérennité du système financier.

Les modèles de Kapur (1976) et Mathieson (1979) aboutissent donc globalement à la même conclusion :

« Pour que la croissance soit stimulée, il est nécessaire que les taux d'intérêt puissent se fixer librement dans un univers compétitif, même si cela doit s'accompagner de mesures de court-terme visant à assurer la stabilité de la sphère financière. Toute forme de répression financière, qu'elle s'exerce au travers de la fixation des taux nominaux ou d'un taux de réserves obligatoires trop important, a donc des conséquences négatives sur l'économie »¹

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

Mathieson (1979) et Kapur (1983) ont également analysé les conséquences de la libéralisation financière dans le cadre d'une économie ouverte. Le principal apport des deux modèles consiste à tenir compte des variations possibles du taux de change réel induites par la libéralisation financière. En effet, l'augmentation des taux d'intérêt réels consécutive à la libéralisation financière provoque un renchérissement du coût du crédit. Les entreprises domestiques -et, dans une moindre mesure, les particuliers- sont alors fortement incités à emprunter à l'extérieur du pays. La libéralisation financière peut donc se traduire par des entrées massives de capitaux.

En effet, dans un système de changes fixes et dans la mesure où la balance globale des paiements devient, toutes choses égales par ailleurs, excédentaire suite à des entrées de

¹ Idem, p43.

capitaux, on assiste à une augmentation automatique -en l'absence de politique de stérilisation- de l'offre de monnaie, phénomène potentiellement générateur d'inflation. La hausse des prix réduit alors le niveau des taux d'intérêt réels, ce qui peut conduire à une nouvelle hausse des taux nominaux au-dessus de leur niveau d'équilibre destinée à compenser cette hausse des prix. Pour éviter ce problème de surajustement des taux nominaux, Mathieson préconise une dévaluation importante de la monnaie pour accompagner la politique de libéralisation financière. Cette dévaluation permettrait, d'après lui, de réduire les entrées de capitaux, et donc, la hausse non désirée des taux d'intérêt.

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

Dans cette première sous-section, nous nous sommes attachés à présenter quelques modèles qui, pour la plupart, semblent avoir été plus inspirés par l'idée de Shaw que par la complémentarité de la monnaie et du capital de McKinnon. En outre, ces différents modèles sont relativement proches des thèses des deux fondateurs de l'Ecole de la libéralisation financière. Les différents modèles présentés ici sont relativement "anciens" dans leur conception.

D'autres auteurs ont tenté d'asseoir le concept de libéralisation financière sur des concepts économiques plus récents. Roubini & Sala-i-Martin (1992), (1995), en particulier, étudient l'impact de la répression financière sur la croissance de long-terme dans le cadre de la croissance endogène. La sous-section suivante est consacrée à la présentation de leurs travaux.

2.2/ La seconde génération des travaux des héritiers de McKinnon et Shaw :

2.2.1/ Le modèle de Roubini et Sala-i-Martin :

Tout comme McKinnon et Shaw (1973), Roubini & Sala-i-Martin¹ sont en effet convaincus de l'impact positif du secteur financier sur la croissance économique. Dans leur

¹ Ibid, p45.

modèle de 1992, qui reprend une partie de l'argumentation de Shaw, les deux auteurs considèrent que le développement de la sphère financière permet l'allocation optimale de l'épargne vers l'investissement productif.

Dans ce contexte, il s'agit d'étudier les conséquences des distorsions qui apparaissent sur les marchés financiers sur la croissance de long-terme. Pour les deux auteurs, ces perturbations sont le fait des autorités gouvernementales qui peuvent voir dans la répression financière un instrument privilégié de financement des dépenses publiques. Leur modèle s'appuie sur quatre hypothèses :

- la monnaie n'est demandée que pour sa capacité à faciliter les transactions : sa détention évite aux agents l'effort de devoir convertir leurs actifs pour acquérir des biens de consommation :
« En ce sens, les services apportés par la monnaie sont comparables à ceux des réfrigérateurs : même si nous ne mangeons pas ces derniers, ils rendent la vie plus facile dans la mesure où ils permettent aux gens de consommer sans avoir à se rendre en permanence à l'épicerie du coin »¹ ;
- l'utilité marginale de détention de la monnaie décroît avec le développement financier : le développement de la sphère financière permet de diminuer les coûts de transformation des actifs illiquides en actifs liquides ;
- les autorités gouvernementales n'ont pas la possibilité de financer les dépenses publiques en empruntant auprès des épargnants domestiques ou étrangers. L'Etat n'a donc que deux sources de revenu à sa disposition : l'impôt sur le revenu perçu sur les résidents et le seigneurage. Si les coûts de transformation se réduisent grâce au développement du secteur financier, le gouvernement peut voir dans la répression financière le moyen de conserver une partie de ses revenus ;
- enfin, le développement financier est supposé constituer un choc de productivité exogène sur la fonction de production des entreprises du secteur privé. L'existence de la sphère financière améliore triplement l'efficacité micro-économique de l'économie :

¹ Ibid.

-
- en premier lieu, elle « améliore le lien entre l'épargne et l'investissement »¹ dans la mesure où elle permet une plus grande mobilisation de l'épargne financière domestique ;
 - en second lieu, elle contribue à l'allocation optimale des ressources ;
 - enfin, elle fournit des informations aux agents qui leur permettent de prêter et d'emprunter. Cette dernière fonction permet aux entrepreneurs de ne pas en être réduits à l'autofinancement obligatoire des investissements et à l'accumulation préalable d'actifs nominaux dont la valeur se déprécie avec l'inflation.

Le modèle de Roubini & Sala-i-Martin (1992) est intéressant à plus d'un titre. En particulier, l'analyse des deux auteurs intègre le dilemme auquel sont soumis bon nombre de gouvernements de pays en voie de développement. Face à un système fiscal peu efficace, les autorités gouvernementales peuvent voir, dans la taxe d'inflation, la source principale de leur revenu, d'où l'existence et la persistance de forts taux d'inflation, comme en Amérique Latine par exemple.

Pourtant, on peut légitimement s'interroger sur le fait de savoir si la répression financière peut s'appréhender uniquement au travers de la perception de l'impôt d'inflation. En effet, la répression financière est complémentaire au seigneurage dans la réalité. Le seigneurage porte uniquement sur la monnaie banque centrale tandis que la répression financière, dans sa version traditionnelle, en tout cas, affecte également le portefeuille d'actifs non monétaires des agents. Les deux notions n'en sont pas moins complémentaires : lorsque le nombre des actifs est limité et que les taux d'intérêt réels servis sur les actifs non monétaires sont négatifs, les agents peuvent accroître, toutes choses égales par ailleurs, la demande de monnaie. Cela augmente la base de l'impôt d'inflation.

C'est ce qui se produit dans le modèle de Roubini & Sala-i-Martin (1992). Dans leur analyse, en effet, les autorités gouvernementales décident de réprimer le secteur financier parce que son développement conduit à une diminution de la détention des encaisses monétaires détenues par les agents privés. En outre, il convient de souligner que la diminution de l'utilité marginale liée à la détention des encaisses, au fur et à mesure du développement de

¹ Venet B, 2000, Op Citée, p46.

la sphère financière, est une hypothèse très forte. Il en va de même pour l'impact exogène positif du développement financier sur la productivité du capital.

Si l'on admet ces hypothèses, et quand bien même celles-ci seraient parfaitement fondées empiriquement, alors la conclusion s'impose d'elle-même : le secteur financier doit se développer et toute forme de répression financière constitue un handicap pour la croissance. Par ailleurs, l'absence de modélisation du secteur financier dans l'analyse de Roubini & Sala-i-Martin (1992) ne permet pas d'apprécier comment la sphère financière peut allouer les ressources de manière optimale.

Au total, cela rend l'approche de Roubini & Sala-i-Martin quelque peu déterministe. Enfin, l'hypothèse attachée à la nature de la monnaie -les encaisses sont demandées uniquement pour leur capacité à simplifier les transactions- rend impossible la complémentarité entre la monnaie et le capital. La contribution des deux auteurs semble donc plutôt s'inscrire dans le droit fil de l'analyse de Shaw (1973), Kapur (1976), Mathieson (1979), que dans celle de McKinnon (1973) ou Galbis (1977).

Dans une version plus récente de leur modèle, Roubini & Sala-i-Martin (1995) complètent leur analyse en introduisant la possibilité pour les agents privés d'échapper frauduleusement à l'impôt sur le revenu. De manière identique au modèle de 1992, l'Etat dispose de deux sources de revenu : un impôt prélevé sur le revenu des agents privés et le seignuriage. Cependant, la présence de la fraude fiscale incite encore plus les autorités à avoir recours à l'impôt d'inflation et donc à réprimer le développement financier. La répression financière déprimant la croissance, ce type de politique expliquerait pourquoi on constate généralement une corrélation partielle négative entre le taux de croissance de l'économie et l'inflation. La répression financière conduirait donc l'économie à la stagflation. En dépit du fait que le modèle de 1995 soit semblable à bien des égards à la version de 1992, Roubini & Sala-i-Martin introduisent un certain nombre de modifications par rapport à l'analyse initiale.

- En premier lieu, la définition de la répression financière est très vaste et beaucoup plus proche du concept de McKinnon (1973) :
« Nous définissons la répression financière comme un ensemble de politiques, de lois, de régulations, d'impôts, de distorsions, de restrictions qualitatives et quantitatives et

de contrôles imposés par le gouvernement qui ne permettent pas aux intermédiaires financiers d'opérer pleinement eu égard à leur potentiel technologique »¹

- En second lieu, le développement financier n'est plus introduit de manière exogène dans la fonction de production des entreprises. Il entre désormais directement dans la fonction d'utilité des agents et dans leur contrainte budgétaire. Comme dans le modèle de 1992, les deux auteurs supposent que l'utilité des agents est une fonction croissante de leur consommation et du stock d'encaisses monétaires détenues. Cependant, conformément à l'analyse de 1992, cette dernière est d'autant plus faible que le développement financier est important. La contrainte budgétaire des agents, quant à elle, est telle que le stock d'actifs réels et le stock d'encaisses monétaires détenues doivent être égaux aux ressources constituées du revenu après impôts et consommation d'une part et des transferts versés par l'Etat d'autre part. Etant donné que Roubini & Sala-i-Martin supposent que le développement financier permet d'améliorer l'efficacité avec laquelle l'épargne est affectée à l'investissement, les agents sont supposés détenir d'autant moins d'actifs financiers pour un même niveau d'investissement que le secteur financier est développé.
- Enfin, en troisième et dernier lieu, les deux auteurs prennent en compte une des principales caractéristiques des économies des pays en voie de développement : l'existence d'un système fiscal direct inefficace qui facilite la fraude et pose un problème de recettes pour l'Etat.

Comme dans le modèle de 1992, les autorités gouvernementales peuvent donc trouver légitime de réprimer le secteur financier quand bien même une telle politique affecterait négativement le taux de croissance de long-terme de l'économie. Compte tenu de la fraude fiscale, les autorités savent qu'une croissance plus importante du revenu n'est pas forcément synonyme de rentrées fiscales futures plus importantes.

Globalement, l'approche de Roubini & Sala-i-Martin (1995) paraît donc constituer un complément intéressant à leur contribution de 1992. La présence de la fraude fiscale (ou d'un

¹ Idem, p51.

.....

système fiscal peu efficace) peut expliquer pourquoi un certain nombre d'Etats ont choisi la répression financière : elle constitue pour eux une source non négligeable de revenu.

D'une manière générale, il semble que les modèles présentés dans cette sous section s'inspirent plus des travaux de Shaw (1973) que de ceux de McKinnon (1973) peut être en raison du caractère plus opérationnel de l'analyse du premier. En effet, même si bon nombre de pays en voie de développement ne disposent que d'un secteur financier globalement peu développé, il existe cependant des banques susceptibles d'accorder des crédits aux agents privés.

Les conclusions de ces différentes analyses sont les mêmes : le secteur financier doit pouvoir fonctionner dans un environnement concurrentiel parfait de manière à assurer l'allocation optimale de l'épargne à l'investissement. La croissance de l'économie étant directement déterminée par le volume et la qualité de ce dernier, la libéralisation financière doit permettre de sortir de l'ornière du sous-développement. Cependant, grâce aux travaux de Roubini & Sala-i-Martin (1992), (1995) le comportement des autorités trouve une autre explication. En effet, l'Etat ne réprimerait plus le secteur financier pour pouvoir, par exemple, orienter les fonds prêtables vers où bon lui semble. Il s'agirait plutôt d'assurer le maintien et la croissance de ses ressources.

Signalons enfin que parmi les héritiers de McKinnon et Shaw, seul Mathieson (1979) s'interroge sur les conséquences de court-terme –faillites bancaires en série, par exemple- de la libéralisation financière.

Depuis les travaux de McKinnon et Shaw, plusieurs économistes ont complété la théorie de la libéralisation financière, pour s'assurer que cette politique contribue positivement au développement économique des pays qui choisissent de libéraliser leur secteur financier. De ce fait, les contributions de ceux que l'on peut qualifier d'héritiers des deux fondateurs de l'école de la libéralisation financière, se proposent d'étayer la théorie originelle sans en modifier les postulats fondamentaux.

Cependant, malgré la multitude des études d'extension, la démarche adoptée n'a pas trop changé puisqu'elles ont toutes cherché à apparaître les inconvénients que présente la répression financière et les avantages d'une politique de la libéralisation financière. En contre partie, plusieurs critiques ont été avancées mettant en cause la thèse de McKinnon et Shaw, ainsi la section qui suivra traitera l'essentiel de ces dernières.

Section3 : Les critiques de la théorie de la libéralisation financière :

Cette troisième section traitera les critiques apportées à la théorie de la libéralisation financière. Nous verrons dans un premier lieu, les critiques néo-structuralistes qui prennent en considération le secteur financier formel et informel. Elles ont mis en évidence les effets négatifs d'une hausse des taux d'intérêt, conséquence directe de la libéralisation financière. Ensuite, dans une deuxième partie, nous présenterons les critiques post-Keynésiennes qui se basent sur les concepts Keynésiens de la demande effective, de préférence pour la liquidité et de constitution d'une épargne de précaution. Elles montrent que, dans un contexte d'utilisation des pleines capacités de production, la libéralisation financière, parce qu'elle permet théoriquement la croissance de l'épargne, se traduira par un ralentissement économique à court et à long terme.

3.1/ La libéralisation financière : approche néo-structuraliste :

En oppositions aux néoclassiques, les auteurs inspirant du courant néo-structuraliste à savoir Taylor et Van Wijnbergen contestent les fondements théoriques de la libéralisation financière prônés par McKinnon & Shaw en se basant dans leurs démonstrations sur une vision structurelle de l'économie.

3.1.1/ Les hypothèses des modèles néo-structuralistes :

L'école néo-structuraliste¹ a été la première à critiquer l'approche de l'école de la libéralisation financière. Ils insistent sur le rôle important joué par le secteur informel dans le financement de l'économie.

Selon eux, la hausse des taux d'intérêt servis sur les dépôts bancaires peut réduire la demande d'encaisses monétaires, ce qui conduit à la baisse de l'offre de fonds prêtables sur le marché informel. Dans ce cas, le taux d'intérêt sur le marché informel va augmenter, ce qui signifie une augmentation du coût du capital et une baisse de l'investissement, entraînant une baisse de la production et du revenu. La hausse des taux d'intérêt du secteur informel influence négativement le marché des biens et des services.

¹ Driri K, « Politiques de libéralisation financière, qualité des institutions et occurrence des crises bancaires : théories et essai de validation empirique », Mémoire master en économie et finance internationale, université de Tunis El Manar, septembre 2009, p14.

De ce fait, les approches néo-structuralistes qui prennent en compte l'existence d'un marché informel dans leur modèle, des faibles taux d'intérêt peuvent être bénéfiques à l'investissement et stimuler la croissance.

Selon Fry (1988)¹ : les modèles structuralistes reposent sur cinq assertions radicalement différentes de celle de McKinnon :

- 1) les salaires sont déterminés de manière exogène (ou institutionnelle) au travers de conflits entre les classes sociales ;
- 2) l'inflation est déterminée par les poids relatifs des capitalistes et des travailleurs (qui sont eux-mêmes influencés par l'état de l'économie) ;
- 3) l'épargne se détermine comme une fraction des profits et non des salaires ;
- 4) le niveau général des prix est déterminé par des marges fixes sur les coûts du travail, les importations et le financement du capital productif (taux d'intérêt) ;
- 5) les pays en voie de développement dépendent de façon critique de leurs importations de matières premières, de biens d'équipement et de biens intermédiaires.

L'analyse économique de l'approche structuraliste qui s'inspire des analyses Keynésiennes fait ressortir les points suivants :

- c'est l'égalisation entre l'offre et la demande de crédit et de monnaie qui permet l'ajustement des taux d'intérêt sur le marché financier non officiel ;
- l'ajustement entre l'offre et la demande sur le marché des biens et services se réalise par les quantités et non par les prix ;
- sous l'hypothèse de détermination de l'inflation par les coûts, et suite aux analyses de McKinnon et Shaw, cette hypothèse va conduire à une détérioration de la situation économique. En effet, augmenter les taux d'intérêt nominaux (suite à une politique monétaire restrictive) ne peut qu'accroître l'inflation. De même, pratiquer une dévaluation (comme le prône Mathieson) ne ferait que renchérir le coût des importations et donc ralentir la croissance.

3.1.2/ Secteur informel et libéralisation financière :

Les marchés financiers informels sont au centre de l'analyse néo-structuraliste. Comme nous l'indiquons, c'est sur ces marchés que se détermine le taux d'intérêt nominal qui assure l'égalité entre offre et demande de crédit et de monnaie. Les détenteurs de monnaie servent de banques sur ces marchés c'est-à-dire ils jouent le rôle d'intermédiaires financiers entre

¹ Venet B, 1994, Op Citée, p97.

épargnants et investisseurs. Selon Taylor, ces marchés sont souvent « *compétitifs et agiles* »¹
Le taux d'intérêt du secteur informel joue un rôle essentiel dans la mesure où :

- il représente le coût marginal de l'emprunt;
- il est un paramètre déterminant de la demande d'encaisses monétaires.

En effet, dans les modèles néo-structuralistes (conformément à l'analyse de Tobin) les ménages ont accès à trois catégories d'actifs financiers :

- l'or ou la monnaie,
- les dépôts bancaires,
- les prêts sur les marchés informels.

Les prêts sur les marchés informels apparaissent donc comme une alternative aux dépôts bancaires, d'autant plus que les capitaux sont supposés circuler librement entre les deux secteurs.

Le problème consiste donc à déterminer qui, du secteur bancaire officiel ou du secteur informel, est le plus à même de stimuler la croissance de l'économie. Pour les néo-structuralistes, le secteur non officiel est, par nature, plus efficace que le secteur bancaire. Le second, en effet, est tenu de constituer des réserves obligatoires qui représentent une certaine fraction des dépôts. Cette hypothèse fondamentale permet de conclure, selon les néo-structuralistes, à la nocivité de la libéralisation financière prônée par les modèles McKinnon/Shaw.

Les réserves obligatoires constituées par les banques sont, dans les modèles néo-structuralistes, un obstacle à l'intermédiation financière. En effet, elles réduisent d'autant l'offre réelle totale de crédit pour les entreprises. Si on suppose, à la suite de McKinnon, que la libéralisation financière doit s'exercer au travers d'une augmentation du taux d'intérêt réel sur les dépôts, alors celle-ci ne peut avoir, dans les modèles néo-structuralistes, qu'un effet négatif sur la croissance. Une augmentation de ce taux, en effet, a deux conséquences majeures :

- d'une part, elle accroît le coût du capital productif, ce qui conduit, compte-tenu des hypothèses, à une augmentation du niveau général des prix et à une baisse de l'investissement qui réduit le taux de croissance de l'économie;
- d'autre part, l'augmentation du taux d'intérêt peut réduire la demande d'encaisses monétaires, ce qui affecterait alors, à la baisse l'offre de prêts sur les marchés

¹ Idem.

financiers informels, provoquant ainsi une augmentation du taux d'intérêt nominal sur le marché informel.

Ces conclusions apparaissent dans les modèles de Van Wijnbergen et de Taylor.

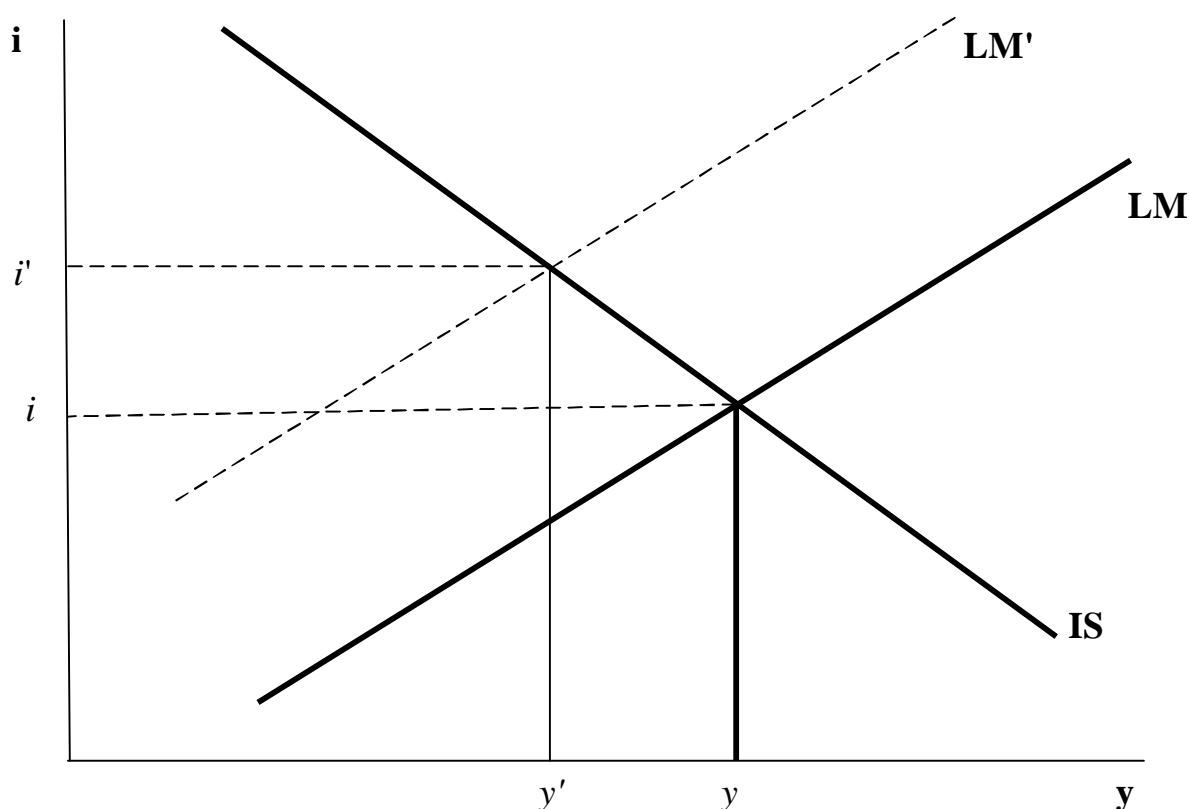
3.1.3/ Le modèle de Van Wijnbergen :

Van Wijnbergen (1983)¹ a beaucoup réfuté la théorie de McKinnon et Shaw de la libéralisation financière. Il insiste, comme les autres théoriciens inspirés des analyses néo structuralistes, sur le rôle du secteur informel dans le financement de l'économie.

Selon lui, l'augmentation des taux d'intérêt servant les dépôts bancaires aura des effets néfastes sur les niveaux d'investissement des entreprises via la réduction des fonds prêtables (demande d'encaisses monétaires). Ceci aura aussi comme conséquence une hausse des taux d'intérêt sur le marché informel. Le marché des biens et services sera influencé négativement suite à cette hausse des taux d'intérêt sur le marché non officiel.

Van Winbergen suppose dans son modèle que la richesse réelle des agents se partage entre la monnaie, les dépôts bancaires à terme et les prêts directs au secteur productif sur les marchés informels. Ces éléments sont supposés substituables et sont dépendants des variables : le taux d'inflation, le taux d'intérêt nominal d'équilibre du secteur informel (i), le taux d'intérêt réel servi sur les dépôts à terme ($r_t d$) et le revenu (y). Les effets d'une augmentation du taux réel servi sur les dépôts peuvent être présentés dans la figure 2.

¹ Joumady O, « Déréglementation du marchés des capitaux et efficencies de l'intermédiation bancaire au Maroc », Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université Lumière Lyon 2, 2001, p137.

Figure 2 : Les effets d'une augmentation du taux réel sur les dépôts à terme

Source : Venet B, 1994, Op Citée, p99.

Une augmentation du taux réel servi sur les dépôts (r_d) n'affectant pas le marché des biens - qui ne dépend que du taux d'intérêt réel du secteur informel (i -- T_c) et du revenu (y)- IS ne varie pas. Par contre, il y a deux effets contradictoires sur le marché de la monnaie. D'une part, la hausse de r_d accroît la demande d'encaisses monétaires et fait donc déplacer LM vers le haut (passage à LM'). D'autre part, on peut constater une hausse de l'offre de monnaie suite à l'effet de substitution entre la monnaie et les dépôts à terme, c'est-à-dire que les agents vont se tourner vers les dépôts à terme et négliger la détention des encaisses monétaires.

L'impact net sur la courbe LM est fonction du ratio des réserves obligatoires et des élasticités des demandes de monnaie et d'actifs du marché informel par rapport aux taux servant les dépôts à terme. Dans le cas où les agents privilégient les dépôts à terme aux actifs du marché informel, une partie des fonds collectée va alimenter les réserves obligatoires, ce qui va réduire les ressources d'investissement pour les entreprises. La courbe LM va donc se déplacer vers le haut, et l'élévation des taux d'intérêt sur les dépôts affecte les taux d'intérêt nominaux sur le marché informel : déplacement de (i) vers (i') et le revenu va baisser pour

passer de (y) vers (y'). C'est en fait l'effet substitution qui l'emporte selon les néo-structuralistes. La libéralisation financière d'après McKinnon & Shaw qui visait l'accroissement de la rémunération réelle servie sur les dépôts bancaires n'a eu que des résultats néfastes.

Les hypothèses selon lesquelles repose cette approche néo-structuraliste constituent ses limites : l'efficacité de secteur informel dans l'allocation des ressources et la constitution des réserves obligatoire par le système bancaire.

3.1.4/ Les limites des modèles néo-structuralistes :

Les modèles néo-structuralistes présentent des limites :

- D'abord, il faut noter qu'il n'existe pas dans un pays donné qu'un seul marché informel mais une multitude de micromarchés n'ayant souvent pas de relation entre eux et prenant des formes diverses. Il paraît alors difficile, de parler de taux d'intérêt unique et homogène.
- Ce même secteur informel ne joue pas de véritable rôle d'intermédiation financière dans la mesure où, il ne répond pas aux trois fonctions fondamentales y correspondant :
 - ü la collecte des ressources ;
 - ü la distribution de crédits ;
 - ü la transformation de capitaux.
- C'est un marché qui, généralement, présente des montants dont le volume est faible et les échéances courtes ce qui induit le coût élevé des transactions.
- Par ailleurs, les réserves obligatoires constituent une sécurité pour le secteur formel et un gage de liquidité. Donc elles sont nécessaires même au secteur informel.

Il reste cependant que le secteur informel et le secteur bancaire formel, loin d'être substituables doivent être complémentaires. Le premier présente des avantages que ne connaît pas le second, notamment :

- il s'implante dans des zones pratiquement inaccessibles au secteur formel (certaines zones rurales....)
- il présente des informations plus sûres, un risque de moralité exclu dans la mesure où, les prêteurs et les emprunteurs se connaissent car ils sont généralement de la même tribu, même communauté ou même village.

3.2/ La vision post-keynésienne de la libéralisation financière :

3.2.1/ Le problème de l'épargne :

Comme nous l'avons indiqué précédemment, les théoriciens de la libéralisation financière considèrent que l'épargne est une fonction croissante du taux d'intérêt réel. Ce faisant, ils supposent que l'effet substitution domine l'effet revenu : la hausse des taux d'intérêt inciterait davantage les agents à reporter une partie de leur consommation présente à la période suivante qu'à diminuer le volume de leur épargne (à cause de l'augmentation de sa rémunération réelle). Globalement, les agents consentiraient donc à réduire leur consommation présente parce que le niveau des taux d'intérêt serait suffisamment élevé pour compenser leur préférence pour le présent.

Parmi les théoriciens de la libéralisation financière, seul Shaw (1973) aborde le problème. Cependant, comme nous l'avons montré dans les sections précédentes, il tranche rapidement en faveur de l'effet substitution sans toutefois justifier rigoureusement ce choix. Pourtant, cette prédominance de l'effet substitution est sujette à caution du point de vue empirique. Dans le cas du Chili, par exemple, Velasco (1988) montre que malgré l'accroissement important de l'intermédiation financière dû à la libéralisation financière, le taux moyen d'épargne chilien est demeuré relativement stable (10,7% en moyenne sur la période 1974-1983 contre 12,6% entre 1966 et 1973).

En d'autres termes, « *la neutralisation réciproque des deux effets expliquerait pourquoi l'on constate généralement que l'épargne globale demeure inchangée après la libéralisation du système financier* ». ¹

Ce phénomène ne remet cependant pas fondamentalement en cause les conclusions de McKinnon et Shaw. En effet, l'impact sur l'épargne globale n'intervient que plus tard en fonction du schéma suivant :

« *augmentation des taux d'intérêt réels ⇒ accroissement de l'épargne financière ⇒ augmentation de l'investissement ⇒ stimulation de la croissance ⇒ augmentation du revenu national ⇒ accroissement éventuel de l'épargne globale* ». ²

En d'autres termes, à propension à épargner constante, le but de la libéralisation financière consiste à faire augmenter l'épargne financière en la centralisant (dans les banques) grâce au drainage de l'épargne informelle. En outre, du point de vue de la comptabilité nationale, l'épargne globale est calculée comme le solde entre la formation brute de capital

¹Venet B, « Les critiques de la théorie de la libéralisation financière », Octobre 2000, p3, voir <http://www.dauphine.fr/eurico/findevenet2.pdf>

² Idem.

fixe et le solde des mouvements de capitaux avec l'extérieur. Ainsi, en cas de hausse des taux d'intérêt réels (qui réduiraient le volume de l'investissement et attireraient les capitaux dans le pays), la libéralisation financière pourrait donc se traduire par une diminution mécanique de l'épargne globale.

Les post-keynésiens dans le droit fil des écrits de Keynes (1936), considèrent que l'épargne constitue une fuite dans le multiplicateur traditionnel. Plus elle est importante et plus l'impact positif d'un accroissement de l'investissement autonome est réduit. En outre, et contrairement à l'analyse néoclassique, le volume de l'épargne ne détermine pas le volume de l'investissement. Dans la théorie keynésienne, en effet, ce dernier dépend de la demande effective c'est-à-dire des anticipations des entrepreneurs sur le volume de la demande future. L'investissement dépend également, et de manière négative, du taux d'intérêt. Ainsi, pour les keynésiens, et compte tenu d'hypothèses très différentes, la libéralisation financière conduit presque toujours au ralentissement de la croissance économique.

3.2.2/ Les modèles post-keynésiens : la libéralisation financière dans un contexte de sous-emploi

Deux contributions théoriques post-keynésiennes s'opposent aux préceptes de l'école de la libéralisation financière. Elles s'appuient toutes les deux sur la vision keynésienne de la demande effective et sur le statut particulier de l'épargne qui y est associé. Les deux modèles montrent que, dans un contexte de sous-utilisation des facteurs de production, la libéralisation financière, parce qu'elle provoque la hausse des taux d'intérêt réels, peut déprimer le taux de croissance de l'économie.

3.2.2.1/ L'analyse de Burkett & Dutt¹ :

Burkett & Dutt (1991) étudient l'impact de la libéralisation financière dans le contexte d'une économie où les capacités de production sont excédentaires dans un contexte de sous-emploi. Pour les deux auteurs, une augmentation des taux d'intérêt créditeurs réels a deux effets opposés sur l'économie.

1. En premier lieu, et conformément à l'analyse des théoriciens de la libéralisation financière, la hausse des taux d'intérêt servis sur les dépôts accroît les ressources des banques et permet donc une augmentation de l'offre de fonds prêtables. Cette dernière

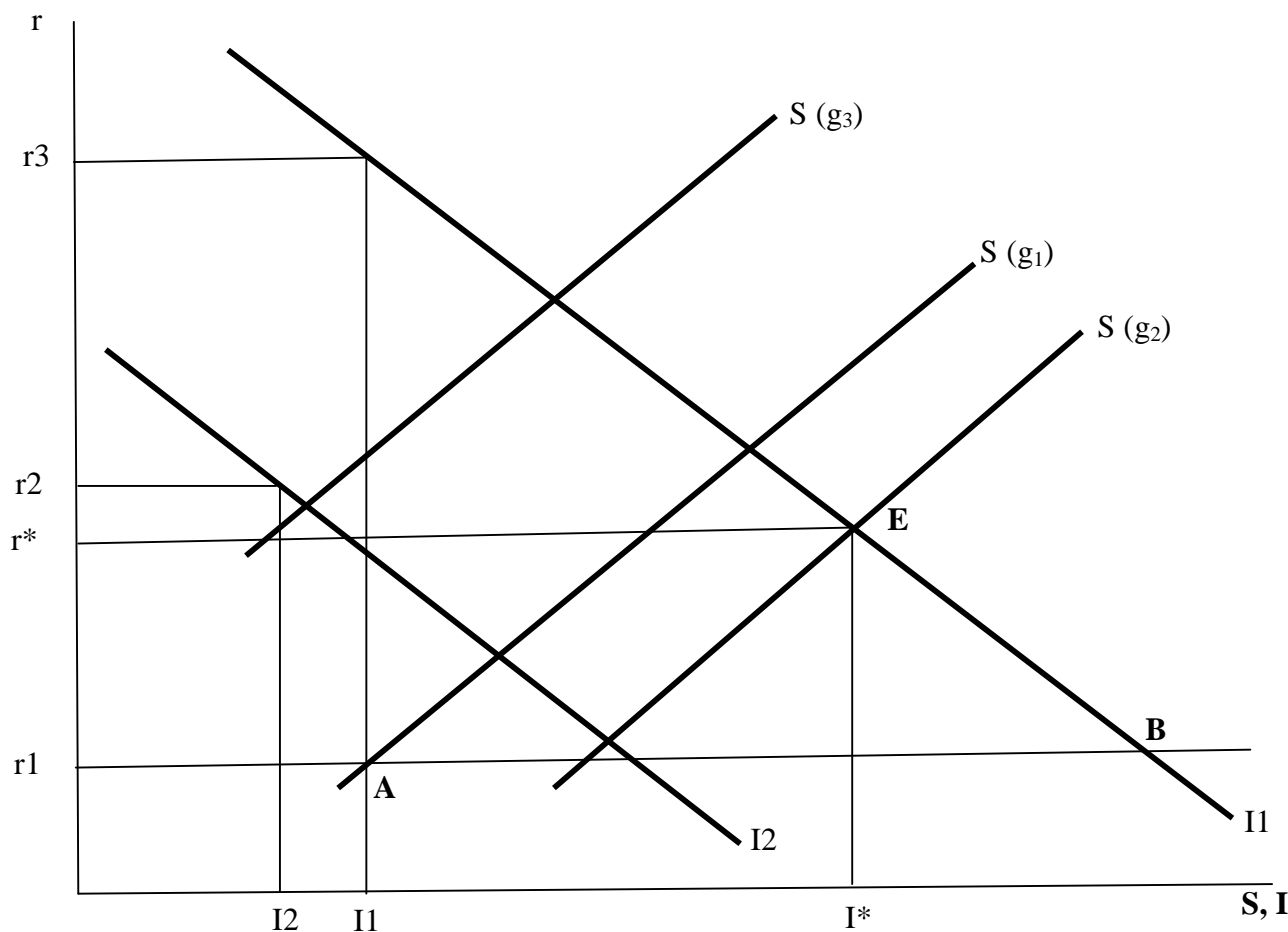
¹ Idem, p4.

provoque une diminution des taux débiteurs réels et stimule donc l'investissement tout en réduisant la marge d'intermédiation.

2. Cependant, si les dépôts sont mieux rémunérés, les agents vont être incités à épargner davantage. Comme l'épargne constitue une fuite, ce deuxième effet déprime la demande globale et joue donc en sens inverse du premier.

Reste à déterminer lequel des deux effets l'emporte. Burkett & Dutt considèrent que c'est le second effet qui va être dominant. Ainsi, compte tenu de la hausse des taux servis sur les dépôts, la demande effective diminue à cause de la baisse du taux de profit qui réduit l'investissement et la production. Et cet effet négatif domine l'impact positif d'une réduction des taux prêteurs.

Ce phénomène peut être amplifié par le comportement des entrepreneurs. Si ces derniers deviennent pessimistes -à cause de la baisse effective du taux de profit- l'effet négatif sur l'investissement est renforcé. Au total, d'après Bukett & Dutt, l'investissement global peut s'établir à un niveau inférieur à celui qui prévalait avant la libéralisation financière. Il est possible d'illustrer ce raisonnement en utilisant à nouveau la figure 1 de la première section qui montrait, dans le cadre du modèle d'intermédiation de la dette de Shaw (1973), les effets positifs d'une augmentation des taux d'intérêt réels sur l'épargne et l'investissement.

Figure3 : Les effets d'une hausse du taux d'intérêt réel : le cas Keynésien

Source : Venet B, « Les critiques de la théorie de la libéralisation financière », Octobre 2004, p5, voir :

<http://www.dauphine.fr/eurico/findevenet2.pdf>

A partir d'une situation initiale de répression financière, matérialisée par la fixation du taux d'intérêt réel servis sur les dépôts ($r1$) en dessous de sa valeur d'équilibre (r^*), McKinnon et Shaw montrent que la libéralisation financière doit permettre d'augmenter l'investissement (passage de $I1$ à I^*) et la croissance (passage de g_1 à g_2). Dans l'analyse post-keynésienne, l'investissement dépend à la fois du niveau de la demande effective qui s'adresse aux entrepreneurs et du taux d'intérêt, sans transit par l'épargne. Dans ce contexte, l'augmentation du taux d'intérêt réel provoque une diminution de l'investissement (déplacement vers la gauche de la courbe d'investissement), ce qui diminue le taux de croissance de l'économie (g). Conséquemment, l'investissement a diminué (passage de $I1$ à $I2$). Comme la croissance de l'économie se réduit, l'épargne, qui dépend du revenu, va elle aussi diminuer (passage de $S(g_1)$ à $S(g_3)$). Au total, il est donc possible que la hausse des

taux d'intérêt réels induite par la libéralisation financière provoque une baisse si importante de l'épargne et de l'investissement que ces derniers atteignent des niveaux inférieurs à ceux qui prévalaient sous le régime de la répression financière.

L'analyse de Burkett & Dutt est intéressante mais elle se limite à l'étude de l'impact d'une hausse du taux d'intérêt réel créditeur à court-terme dans une situation de sous-emploi des facteurs de production.

3.2.2.2/ Les autres critiques d'inspiration Keynésienne :

Outre celui de la demande effective, les post-keynésiens s'appuient sur d'autres concepts pour critiquer la théorie de la libéralisation financière. Beckerman (1988)¹, en particulier, montre que la hausse des taux d'intérêt réels peut conduire, paradoxalement, à un accroissement de la répression financière.

Ce concept s'appuie, en grande partie, sur les concepts keynésiens de préférence pour la liquidité et de constitution d'une épargne de précaution.

En effet, le taux d'intérêt réel d'équilibre peut s'avérer négatif dans un pays en voie de développement. Cette affirmation hétérodoxe s'appuie principalement sur trois raisons.

-En premier lieu, dans un environnement économique incertain ou fortement défavorable, les entreprises sont peu incitées à investir. Les entrepreneurs peuvent, en effet, anticiper des rendements réels des investissements faiblement positifs, voire même négatifs. En conséquence, la demande des crédits destinés à financer l'accumulation de capital fixe peut être faible et conduire à des taux d'intérêt réels négatifs à cause d'un excès de fonds prêtables.

*« Cependant, comme le soulignent Gibson et Tsakalotos (1992, 1994), la faiblesse de l'investissement en tant que facteur explicatif du niveau négatif des taux d'intérêt réel semble plutôt constituer une explication de court-terme. Au fur et à mesure du développement économique, la demande d'investissement doit s'amplifier et pousser à la hausse les taux d'intérêt réels d'équilibre ».*²

-L'épargne financière peut être abondante en dépit de taux d'intérêt réels négatifs. Pourquoi ? Cette affirmation, comme le souligne l'auteur, est loin d'être orthodoxe. Il la

¹ Venet B, « Les critiques de la théorie de la libéralisation financière », Octobre 2000, p18.

² Idem.

justifie en précisant que dans un environnement macro-économique défavorable et incertain, les agents économiques privés, ménages et entreprises, peuvent être amenés à constituer un stock d'épargne de précaution ou de spéculation en fonction de leurs anticipations. En ce qui concerne les ménages, ces derniers peuvent constituer un matelas de richesse parce que, la situation économique difficile aidant, ils n'ont que très difficilement accès au crédit bancaire ou craignent de ne pouvoir assurer le remboursement des dettes qu'ils pourraient contracter auprès des intermédiaires financiers. Tout comme chez McKinnon, les agents constitueraient alors une épargne préalable à toute dépense importante.

Cependant, la comparaison avec la théorie du père fondateur de la libéralisation financière ne peut pas aller plus loin. En effet, il ne s'agit pas d'accumuler des dépôts supplémentaires parce qu'ils sont mieux rémunérés, mais de confier ses économies à une banque en dépit de la faiblesse (voire de la négativité) de la rémunération offerte. Quant aux entreprises, elles seraient amenées à constituer une épargne relativement abondante pour trois raisons principales.

- En premier lieu, la faiblesse des opportunités de croissance de la demande pour les produits qu'elles fabriquent ne les inciteraient que peu à investir. Dès lors, une grande partie du produit des ventes pourraient demeurer sous forme de trésorerie au détriment de l'achat d'immobilisations.
- En second lieu, si les entrepreneurs ont une vision pessimiste de l'avenir, ils peuvent, à l'instar des ménages, constituer une épargne de précaution. Parallèlement, les entreprises peuvent conserver des disponibilités liquides dans l'éventualité d'une reprise soudaine de l'activité.
- Enfin, en troisième et dernier lieu, la constitution d'une épargne peut constituer un signal positif à destination des banques. Elle peut constituer la porte d'accès au crédit dans un univers où les banques peuvent hésiter à s'engager compte tenu des faibles opportunités d'investissement.

-La troisième et dernière raison tient à l'existence de distorsions économiques non-financières. Ces distorsions peuvent être à l'origine d'une diminution de la demande de crédits dans certains secteurs. Pour illustrer cette idée, Beckerman prend l'exemple d'une petite économie ouverte en régime de parité fixe avec l'extérieur et où le taux de change est surévalué. Cette surévaluation du taux de change rend les exportateurs et les importateurs pessimistes pour leur avenir. Les premiers, en effet, craignent pour la compétitivité de leurs produits. Quant aux seconds, ils peuvent anticiper une dévaluation du taux de change qui se traduirait par un renchérissement du coût d'acquisition de leurs produits et de leurs dettes

éventuelles auprès des fournisseurs étrangers. La valeur excessive du taux de change peut donc être à l'origine d'une faible demande de crédit. Là encore, cela peut se traduire par des taux d'intérêt réels d'équilibre négatifs et cela d'autant plus que ce phénomène se conjugue à une faiblesse de la demande d'investissement et à une épargne domestique relativement abondante. Dans un tel contexte, une politique qui consisterait à faire augmenter les taux d'intérêt compte tenu de leur (prétendue) sous-évaluation ne s'attaquerait pas aux racines du mal c'est-à-dire la surévaluation du taux de change nominal.

Dans un contexte de taux d'intérêt réels d'équilibre négatifs, quelles peuvent être les conséquences de la libéralisation financière ? Beckerman est formel : une telle politique ne ferait que renforcer la répression financière. Les conséquences négatives de cette hausse artificielle des taux d'intérêt réels sont triples :

- d'abord, les intermédiaires financiers vont voir leurs ressources collectées auprès des déposants augmenter de manière considérable. Compte tenu du faible nombre des opportunités d'investissement, donc de crédits à accorder, les banques vont disposer d'un excès de ressources qui va nuire à leur rentabilité et va fragiliser leur existence. En effet, si les banques prêtent leurs ressources excédentaires, il y a peu de chances que les prêts ainsi accordés soient tous rentables. C'est d'ailleurs ce phénomène qui justifiait en partie, aux yeux de Beckerman, l'existence d'un taux d'intérêt réel négatif. En revanche, si les intermédiaires financiers conservent par devers eux les ressources nouvellement collectées -ressources sur lesquelles elles servent un taux d'intérêt nominal élevé compte tenu de la libéralisation financière-, ils vont souffrir d'un excès de liquidité qui peut s'avérer dramatique pour leur rentabilité.

Ainsi, que les banques prêtent ou ne prêtent pas, la hausse des taux d'intérêt réels peut être à l'origine d'une répression financière supplémentaire dont la baisse des profits des intermédiaires financiers est une des manifestations :

« [...] les entreprises financières ont tendance à accumuler des ressources excédentaires et à devenir ainsi moins profitables ; soit elles attirent davantage de ressources sur lesquelles elles sont tenues de verser une rémunération plus conséquente sans pouvoir percevoir des taux d'intérêts plus élevés, soit elles sont obligées de réduire leur activité »¹.

¹Venet B, « Les critiques de la théorie de la libéralisation financière », Octobre 2000, p21.

Ce type d'argument peut constituer une des explications de la baisse généralement constatée des profits bancaires qui fait suite aux politiques de libéralisation financière.

- de manière similaire, les entreprises risquent de se trouver en difficulté à court-terme à cause de la hausse des taux prêteurs réels. Une entreprise déjà endettée peut se voir contraindre à un nouvel emprunt pour honorer le service de la dette précédente et devra donc supporter des charges d'intérêt plus importantes. Dans une telle situation, la demande de crédits peut donc être inélastique à la hausse des taux d'intérêt et la libéralisation financière peut donc contribuer à l'apparition d'une véritable détresse du secteur productif. Là encore, les faits montrent que nombre d'entreprises des pays qui ont choisi de libéraliser leur secteur financier ont connu de telles difficultés en terme de rentabilité qu'elles ont été acculées à la faillite.
- enfin, la hausse des taux d'intérêt réels peut provoquer des tensions inflationnistes au sein de l'économie alors que la libéralisation financière, chez ses défenseurs, doit provoquer le phénomène inverse. Les causes d'un tel phénomène sont doubles. D'une part, les autorités peuvent être amenées à intervenir pour soutenir les banques et les entreprises qui sont en difficulté à cause de la hausse des taux d'intérêt réels. Il s'agit alors pour le gouvernement de créer suffisamment de monnaie pour réduire l'impact négatif de l'augmentation des charges d'intérêt payées par les secteurs productif et financier.

Beckerman souligne également que la libéralisation financière peut se traduire par des problèmes de financement de l'Etat à court-terme qui le poussent à créer de la monnaie pour honorer le service de la dette publique. En effet, la libéralisation financière passe également, dans l'esprit de ses promoteurs, par la diminution puis la disparition du financement monétaire du déficit public par le secteur bancaire. En d'autres termes, le gouvernement doit progressivement se tourner vers le marché et le secteur privé pour financer ses dépenses. De fait, il est alors contraint d'émettre des titres dont la rémunération doit être relativement proche de celle pratiquée sur les titres privés. La hausse des taux d'intérêt accroît donc le service de la dette publique et peut inciter les autorités à accroître l'offre de monnaie et donc à réactiver les anticipations inflationnistes des agents.

Dans un contexte où les taux d'intérêt réels d'équilibre sont négatifs, la libéralisation financière peut donc avoir des conséquences négatives sur la croissance. Bien plus, la hausse des taux d'intérêt réels devraient être considérable pour éviter la fuite des capitaux à l'extérieur du pays. Comme dans un certain nombre de pays émergents ou d'Amérique Latine, l'ouverture financière incite les intermédiaires financiers à acquérir des titres étrangers ou à s'engager dans des opérations spéculatives. Ce type de comportement est alors très éloigné des raisons pour lesquelles McKinnon (1973) et Shaw (1973) plaident en faveur de l'ouverture financière.

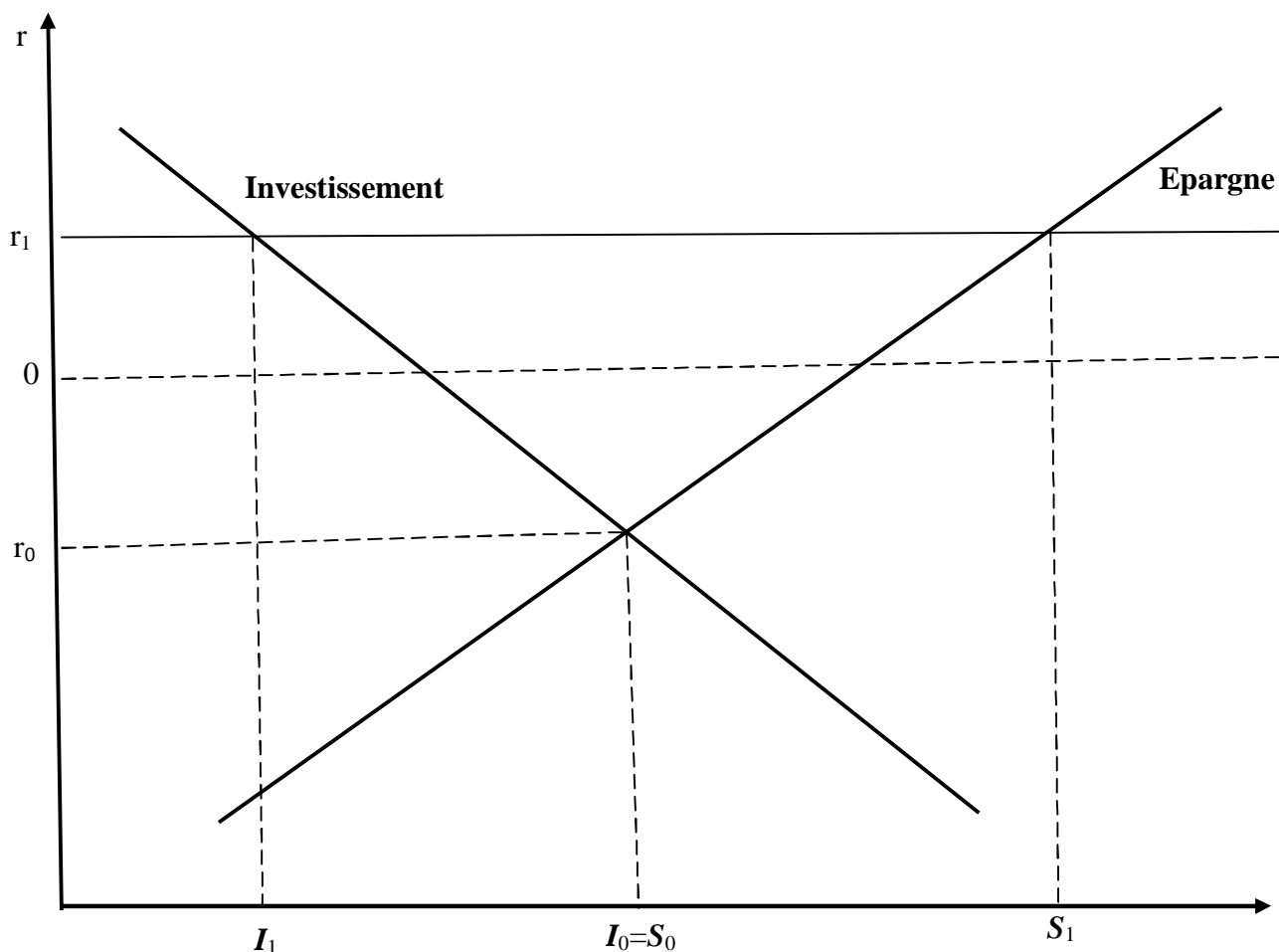
Enfin, Beckerman estime que pour éviter la fuite des capitaux, et, accessoirement attirer les investisseurs étrangers, la hausse des taux domestiques doit être considérable. Les taux, en effet, doivent être suffisamment élevés pour compenser une dévaluation éventuelle du taux de change et la prime de risque spécifique du pays :

« Pour être compétitifs, les taux d'intérêt domestiques doivent être suffisamment élevés pour compenser la somme [des niveaux] des taux d'intérêt mondiaux et des anticipations du taux de dévaluation auxquels doit s'ajouter tout ce qui peut permettre de prendre en compte le niveau de risque de l'économie par rapport au reste du monde »¹

Cette hausse importante des taux d'intérêt peut se révéler être un handicap sérieux pour l'économie dans la mesure où elle peut restreindre l'accès des agents domestiques au crédit et les forcer à accroître leurs prix de vente.

La figure ci-après, inspiré par la figure 1 de la première section, permet d'illustrer les effets d'un accroissement forcé des taux d'intérêt réels.

¹Idem, p22.

Figure 4: Taux d'intérêt réel négatif et libéralisation financière

Source : Venet B, « Les critiques de la libéralisation financière », 2004, p11.

Le taux d'intérêt réel r_0 est un taux d'équilibre initial négatif. Si, consécutivement à la libéralisation financière, le taux d'intérêt est s'accroît jusqu'à un niveau réel positif (r_1) l'épargne augmente (passage de S_0 à S_1) tandis que l'investissement (décroissant du taux d'intérêt) diminue (passage de I_0 à I_1). Si les banques, au nouveau taux, acceptent l'excès de ressources pour elles qui en résulte, alors un excès de fonds prêtables ($S_1 - I_1$) apparaît. Si cet excès de fonds est mis en circulation, sous la forme de prêts accordés, alors une proportion importante de ces nouveaux prêts ($[S_1 - I_1] / I_1$) risque de ne jamais être remboursée parce que les fonds ainsi prêtés auront financé des projets peu rentables.

Globalement, la critique des post-keynésiens portent donc sur deux points fondamentaux :

-D'une part, dans une situation où les capacités de production sont excédentaires c'est-à-dire une situation où, selon les keynésiens, l'offre est contrainte par la demande effective, la

libéralisation financière, parce qu'elle conduit à la croissance de l'épargne, se traduit par un ralentissement de la croissance.

-D'autre part, un certain nombre de pays en voie de développement se caractériseraient par des taux d'intérêt réels d'équilibre négatifs. En fait, ce que les théoriciens de la libéralisation financière considèrent comme une anomalie qui reflète l'intervention néfaste des autorités ne serait que la conséquence de la structure même de ces pays. Dans un tel contexte, la libéralisation financière ne ferait qu'accroître la répression financière qu'elle se propose pourtant de faire disparaître.

Cette dernière section s'est focalisée sur les critiques apportées par les néo-structuralistes et les post-keynésiens sur la théorie de la libéralisation financière.

Pour ce faire, la première sous-section s'est intéressée à la présentation de l'école néo-structuraliste de Taylor et Van Winbergen qui a été la première à critiquer la thèse de la libéralisation financière. Ils insistent sur le rôle important joué par le secteur informel dans le financement de l'économie.

Alors que dans la deuxième sous-section nous avons traité les travaux achevés par les post-keynésiens. Contrairement aux théoriciens de la théorie de la libéralisation financière, ces derniers négligent le rôle de l'épargne ; ils pensent que l'investissement ne dépend pas de l'épargne mais du niveau de la demande effective et du taux d'intérêt.

Conclusion du chapitre I:

Dans ce premier chapitre, nous avons présenté les fondements de la théorie de la libéralisation financière. Cette dernière repose, pour l'essentiel, sur ce qui suit :

- Dans la théorie de la libéralisation financière, l'épargne financière constitue le préalable à l'investissement, ce dernier étant à l'origine de la croissance. Ainsi, si la croissance est insuffisante dans les pays en voie de développement c'est parce que l'épargne financière se révèle insuffisante pour permettre le financement des projets d'investissement rentables.

- La libéralisation financière est supposée permettre un accroissement du volume et de la qualité de l'investissement. Cette influence positive s'exerce d'abord au travers d'un changement structurel de l'économie : la hausse des taux d'intérêt réel permet l'unification du marché des capitaux grâce à l'absorption du marché financier informel. D'autre part, des taux

d'intérêt plus élevés provoquent une augmentation des taux de rendements marginaux de l'investissement.

Les analyses respectives de McKinnon et Shaw, bien qu'elles soient sensiblement différentes l'une de l'autre, ont convaincu un grand nombre d'économistes. Cependant, les travaux de leurs héritiers constituent plus des extensions des analyses originelles que d'arguments renforçant la pertinence du concept de libéralisation financière.

Un certain nombre d'entre eux n'en souligne pas moins les problèmes que peut poser la libéralisation financière :

- en premier lieu, les problèmes causés par l'ouverture du pays qui met en place la politique de la libéralisation financière : afflux massif de capitaux, pression inflationniste et fuite de l'épargne domestique. L'objectif de la libéralisation financière étant de créer un marché parfait des capitaux dans l'espace national, on peut justifier d'un contrôle de l'Etat sur l'ouverture pendant la transition ;
- en second lieu, les intermédiaires financiers doivent faire face à court-terme à des problèmes importants de rentabilité. Mathieson propose donc que le taux prêteur soit temporairement fixé au dessus de sa valeur d'équilibre stationnaire pour compenser les pertes des banques qui ont un encours de prêts à taux fixe important ;
- problème de financement de l'Etat en dernier lieu. La répression financière peut, en effet, constituer une source de financement importante pour les autorités publiques en l'absence d'un système fiscal efficace (Roubini et Sala-i-Martin).

Cependant, même si les théoriciens de la libéralisation financière soulignent eux-mêmes l'existence d'un certain nombre de problèmes posés par une telle politique, il n'en demeure pas moins convaincus du caractère extrêmement néfaste de la répression financière

Toutefois, un certain nombre de théoriciens ont critiqué les préceptes de la libéralisation financière tels qu'ils avaient été initialement élaborés par McKinnon et Shaw dont nous avons cité les critiques néo-structuralistes et celles des post-Keynésiens

Cependant, on pourra conclure en disant que l'ouverture financière des pays, surtout émergents et en voie de développement ne se présente plus comme un choix mais plutôt en tant qu'obligation étant donné que les systèmes financiers des pays industrialisés se libéralisent et participent d'une façon active au processus de globalisation financière internationale. Ainsi, il serait plus judicieux de se demander « comment réussir la libéralisation de son économie ? » selon McKinnon, la réponse à cette interrogation fera l'objet de notre troisième chapitre et ce après avoir présenté le processus de la libéralisation financière.

Chapitre II :

Le processus de la libéralisation financière

Introduction au chapitre II:

Avant les années 70, la plupart des économies étaient marquées par les caractéristiques d'une économie d'endettement, à savoir une prédominance de l'intermédiation bancaire liée à la faiblesse et à l'étroitesse des marchés de capitaux, une concurrence insuffisante entre institutions financières avec des circuits de financement et de collecte de l'épargne étroitement cloisonnés et spécialisés et un strict contrôle par les autorités monétaires de la distribution du crédit et des opérations financières avec l'étranger. Cette situation va être totalement bouleversée par un vaste mouvement de réformes entreprises au cours des années 1980 avec le déclenchement de la libéralisation financière.

En effet, la libéralisation financière se traduit par plusieurs phénomènes : une accélération de l'innovation financière, une ample déréglementation, une globalisation financière, une libéralisation des mouvements des capitaux, une mondialisation financière.....etc.

Ces mutations constituent un processus continu qui modifie progressivement et en profondeur les modes de circulation des fonds, les méthodes de transferts de risque et la géographie financière.

La déréglementation et l'innovation ont libéré des forces considérables qui continuent à influencer le mode de fonctionnement des banques et leurs restructurations. Tous les systèmes financiers semblent glisser d'un système dominé par les banques, où la fonction principale des banques était l'intermédiation financière, vers un système ouvert et régulé par le marché (courtage et échange direct de titres).

Dans ce chapitre on se propose de présenter les différentes caractéristiques de la libéralisation financière (section1), ensuite on procédera à l'étude de la libéralisation financière externe en d'autres termes la libéralisation des mouvements des capitaux (section2).

Section1 : Les caractéristiques de la libéralisation financière

Depuis les deux dernières décennies, l'économie mondiale a subi une série de mutations financières profondes qui ont affecté le fonctionnement des marchés financiers.

L'origine de ces bouleversements revient, principalement, à la libéralisation financière entamée, dès les années 1980, dans la quasi-totalité des pays développés et émergents.

La libéralisation financière a été considérée comme étant un moyen efficace et simple pour accélérer la croissance économique.

De façon générale, la libéralisation financière est l'action de rendre l'économie plus libérale, plus conforme à la doctrine du libéralisme économique selon laquelle l'Etat ne doit pas, par son intervention, gêner le libre jeu de la concurrence¹.

Ainsi, une question mérite d'être posée :

Quelles sont les différentes caractéristiques de la libéralisation financière ? Nous essayerons d'y répondre à travers cette section.

1.1/ Définition de la libéralisation financière :

Plusieurs auteurs définissent la libéralisation financière comme étant le passage d'un état de répression à un état de libéralisation. Ce passage nécessite évidemment l'élimination d'un certain nombre de restrictions.

Ces dernières peuvent être résumées comme suit :

- Une marge d'intermédiation garantie par la fixation des taux d'intérêt sur les prêts et les dépôts.
- Des barrières à la sortie pour les intermédiaires financiers accompagnées par des programmes d'assurance-dépôt illimités et implicites.
- Des barrières à la sortie pour les clients les plus importants des intermédiaires financiers.
- Des programmes de rationnement et d'allocation des crédits pour les secteurs prioritaires de l'économie.
- Des contrôles sur les flux internationaux de capitaux et la concurrence étrangère.

En d'autres termes, on pourrait dire que la libéralisation financière est définie comme :
« un processus de démantèlement de toute forme de contrôle réglementaire quantitatif ou

¹Larousse, 1998.

qualitatif à caractère restrictif imposé par l'État sur les structures institutionnelles, les instruments et les activités des agents sur différents segments du secteur financier, non seulement au niveau interne mais aussi à l'échelle internationale (Boyer et al., 2004). Ces politiques visent à améliorer l'efficacité du système financier, à réduire les risques liés aux variations de change et de taux d'intérêt, et à satisfaire de nouveaux besoins de financement (McKinnon, 1973). Un système financier libéralisé se caractérise par un triple mouvement de libéralisation du secteur financier interne, d'ouverture des marchés financiers et du compte de capital. »¹

1.2/ La libéralisation des taux d'intérêt :

La suppression des contrôles des taux d'intérêt est considérée comme étant l'événement central de la libéralisation financière. La suppression du contrôle des taux d'intérêt dans les pays caractérisés par une répression financière s'est traduite par une hausse des taux d'intérêt.

Les taux d'intérêt de la plupart des pays ont été libéralisés et ne sont plus déterminés administrativement. La libéralisation des taux d'intérêt peut être procédée en deux étapes : la première consiste à libéraliser les taux créditeurs, la deuxième consiste à libéraliser les taux débiteurs.

La libéralisation des taux d'intérêt permet de dynamiser l'épargne et de stimuler l'investissement.

1.3/ La libéralisation du secteur financier :

Plusieurs pays ont depuis la fin des années 80 et le début des années 90 entrepris des programmes de libéralisation du secteur financier pour introduire les forces du marché, réduire la domination du secteur public sur les avoirs et les engagements bancaires, accroître la concurrence et relever l'efficacité.

Ces mesures qui ont été le plus souvent accompagnées par la restructuration et la recapitalisation, ont amélioré la réglementation dans le but de réhabiliter les systèmes bancaires en crise.

1.3.1/ Les réformes des marchés financiers :

Depuis une trentaine d'années, les marchés de capitaux ont connu de profonds changements qui ont eu pour origine d'importants déséquilibres économiques à savoir :

¹ Ben Gamra S & Plihon D, « Politiques de libéralisation financière et crises bancaires » ; Revue Economie Internationale n°112, 2007, p8.

1.3.1.1/ La mondialisation :

La mondialisation est aujourd'hui au cœur de tous les débats. Elle est devenue le phénomène structurant des rapports internationaux. Elle conditionne désormais l'organisation sociale et les perspectives de développement. Plus encore, elle semble être un mouvement de fond qui force à l'adaptation et concerne l'ensemble des acteurs mais aussi des citoyens du monde.

Pour autant, elle est difficile à appréhender quant à sa réalité précise et à ses effets. Elle demeure quelque chose de subi et non de voulu. Elle s'impose plus qu'elle n'est souhaitée.¹ Sa rapidité, sa globalité, son caractère apparemment irrésistible en font un sujet d'intérêt majeur pour qui veut comprendre le monde tel qu'il est aujourd'hui et, surtout, tel qu'il sera demain.

Les différents intervenants sont perpétuellement en quête de financement ou de placements bénéficiant de conditions optimales. Ils ont donc tout naturellement cherché à étendre leurs activités au niveau international. En effet, la mondialisation est l'élargissement de l'espace d'intervention des agents économiques associé à la libéralisation des échanges.

En d'autres termes la mondialisation peut être définie comme un « *processus multiséculaire de contraction de l'espace et du temps, par la multiplication des flux et des réseaux entre toutes les parties de la planète* »²

Amartya Sen écrivait en 2001 : « *La mondialisation n'est pas un phénomène nouveau, pas plus qu'elle n'est une simple occidentalisation. Pendant des milliers d'années, la mondialisation a progressé du fait des voyages, du commerce, des migrations, de l'expansion des cultures, de la propagation du savoir et des découvertes (y compris dans la science et la technologie). Les influences ont joué dans diverses directions. Ainsi, vers la fin du millénaire qui vient de s'achever, le mouvement s'est en grande partie opéré à partir de l'Occident, mais à ses débuts (aux environs de l'an 1000), l'Europe s'imprégnait de la science et de la technologie chinoise, des mathématiques indiennes et arabes. Il existe un héritage mondial de l'interaction, et les mouvements contemporains s'inscrivent dans cette histoire* »³.

En résumé, on pourra dire que la mondialisation exprime le stade de développement planétaire sans barrières où tout est proche, accessible, où tout communique et où, par conséquent, les solidarités et les interdépendances s'accroissent. C'est l'état de notre monde tel qu'il se forme depuis les années 1970 et surtout 1980. La mondialisation est, on le voit, un

¹ Lorot P, « Dictionnaire de la mondialisation », Edition Ellipses, 2001, p5.

² Durousset M, « La mondialisation de l'économie », Edition Ellipses, 2005, p3

³ Sen A, « Dix vérités sur la mondialisation », Le monde, 18Juillet 2001.

aboutissement de l'internationalisation (qui n'affecte qu'une sélection de pays et d'activités) et se distingue de la globalisation (qui ajoute à l'effacement des distances et des obstacles celle du temps que les technologies de l'information ont rendu possible)¹.

1.3.1.2/ Dérèglementation :

La mondialisation évoquée ci-dessus a entraîné la réduction progressive des obstacles entravant la libre circulation des capitaux dans le monde. Dans certains pays, ces contraintes ont tout simplement disparu. C'est notamment ce qui s'est passé en France avec la suppression du contrôle des changes.

1.3.1.3/ La globalisation financière :

La mondialisation et la dérèglementation simultanées du paysage financier international ont entraîné une globalisation du système financier, en le décloisonnant pour tendre vers un marché unifié fonctionnant désormais à l'échelle mondiale.

En d'autres termes, la globalisation financière est l'existence d'un marché unique à l'échelle planétaire, il y a l'interconnexion des marchés ce qui instaure la compétitivité des pays.

« Nous sommes en train de vivre une transformation qui va recomposer la population et l'économie du siècle à venir. Il n'y aura plus de produits et de technologies nationales, plus de firmes nationales, plus d'industries nationales. Il n'y aura plus d'économie nationale au sens du moins où nous prenons ce concept. Un seul élément restera enraciné à l'intérieur des frontières du pays : les individus qui constituent les nations. Les actifs principaux de chaque nation seront les compétences et la perspicacité de ses citoyens. »²

Cette affirmation de Robert Reich illustre la transformation que l'économie mondiale est en train de connaître. Le monde semble entré dans une nouvelle ère économique, celle de la globalisation.

1.3.1.3.1/ Définition de la globalisation :

Phillipe Hugon la définit ainsi : *« la globalisation financière se caractérise par l'interconnexion des marchés financiers, par l'apparition de marchés émergents et par un*

¹ Lorot P, 2001, Op Citée, p309.

² Reich R, « L'économie mondialisée », Edition Dunod, 1993, p13

essor de nouveaux produits financiers. Plusieurs conséquences apparaissent pour les économies en développement »¹

La priorité des nations² est, à présent, de capter des capitaux grâce à un ensemble de mesures qui passent par la privatisation, la déréglementation et diverses incitations. De nombreux pays ont ainsi signé des accords d'intégration régionale qui constituent les ancrages de politiques, notamment commerciales, et qui ont pour objectif de réduire les réversibilités et d'accroître les prévisibilités des opérateurs privés.

1.3.1.3.2/ Les origines de la globalisation :

A/ La règle des 3D :

Les institutions politiques ont mis en œuvre les trois réformes nécessaires à la globalisation :

A.1/ Le décloisonnement :

La condition nécessaire de la globalisation financière a, bien sûr, d'abord été non seulement celle de l'ouverture des marchés nationaux, mais aussi, à l'intérieur de ceux-ci, de l'éclatement des compartiments préexistants.³

En effet, les marchés sont unifiés car les intervenants ne sont plus spécialisés : par exemple, les banques ont fusionné avec les sociétés de bourses.

On mentionnera seulement pour mémoire l'intense mouvement de déspecialisation des activités illustré d'abord aux Etats Unis et qui est allé vers une mise en question de plus en plus nette des distinctions traditionnelles, jusque et y compris, celle, pourtant centrale, du Glass Steagall Act (1933) séparant aux Etats Unis banques commerciales et « Investment Bank » spécialisées dans le placement des valeurs mobilières. En Grande-Bretagne, ce fut le fameux « Big Bang » de 1986 qui non seulement conduisit à la confusion des fonctions des contrepartistes (Jobbers) et des Brokers (Courtiers) mais aussi permit aux non-résidents d'être co-chefs de file dans les émissions étrangères.

En France, ce furent, de même, la création du MATIF, des billets de trésorerie, des certificats de dépôt, en un mot, toute la révolution de la finance directe. Ce qui frappe, dans toute cette entreprise, c'est, en fait, le double registre du décloisonnement : il touche autant les barrières internes jusqu'ici étanches, que celles qui existent avec l'extérieur.

¹ Hugon P, « Dix ans de politique de développement économique : échec ou réussite ? », Revue Internationale Stratégique, p 113.

² Michalet C-A, « La séduction des nations », Edition Economica, Paris 2000.

³ Bourguinat H, « Finance internationale », Edition Presses Universitaires de France, 1992, p77.

En résumé, on pourrait dire que le décloisonnement correspond à la fois à l'ouverture des marchés nationaux et à l'élimination des barrières cloisonnant les différents marchés nationaux de capitaux. Ainsi, alors qu'avant le début des années 80, les circuits de financement de nombreux pays étaient autonomes et répondaient chacun à un besoin particulier, des passerelles entre le marché à long terme (bourse) et celui à court terme (marché monétaire) ont été érigées. L'accès aux divers marchés, qui était limité, est ainsi devenu ouvert.

A.2/ La déréglementation :

Elle se traduit par : « *la suppression des contrôles nationaux des changes et la libéralisation des mouvements de capitaux* »¹

Cette transformation du système financier signe la disparition du contrôle de l'Etat qui était la règle depuis la fin de la seconde guerre mondiale jusqu'aux années 70 ou 80 et parfois bien plus longtemps.

Elle est née aux Etats Unis pour ensuite gagner, à des degrés divers, les autres marchés.

Les systèmes financiers contrôlés par l'Etat étaient fortement réglementés et conçus pour canaliser les ressources financières vers les secteurs et les objectifs ayant la faveur des pouvoirs publics.

La déréglementation consiste à libérer les marchés des interférences administratives et à supprimer les entraves freinant la concurrence entre les agents économiques.

La libéralisation financière a pour effet de faire payer très cher aux gouvernements les errements de la politique budgétaire ou monétaire et c'est là un des avantages cruciaux d'un système financier soumis aux règles du marché.

Cette déréglementation vise :

- une baisse des coûts d'obtention de capitaux ;
- une couverture des marchés nationaux aux non-résidents ;
- le développement d'une économie financière parallèle internationale non-réglementée.

La déréglementation a permis aux banques d'élargir la gamme de leurs activités, contribuant au décloisonnement. D'autre part, les institutions de crédit ont été autorisées à accorder des types de crédits aux caractéristiques plus diversifiées qu'auparavant et à capter des fonds de manière plus libérale. D'autre part, la possibilité pour les banques de mener des activités sur titres a été élargie, principalement depuis le milieu des années 1980.

¹ Durousset M, 2005, Op Citée, p81

A.3/ La désintermédiation :

La désintermédiation correspond au recul de l'économie d'endettement (par l'intermédiation des banques créditrices) au profit de l'économie de marché financier ; en clair, les entreprises se financent directement sur les marchés financiers (en émettant des obligations, des actions, etc.) au lieu de s'endetter en empruntant auprès des banques. On estime ainsi que 80% des opérations de financement se déroulent aujourd'hui directement sur les marchés financiers ; c'est évidemment la baisse des coûts d'intermédiation qui motive cette pratique. On parle donc de désintermédiation pour nommer la disparition de l'intermédiaire bancaire et de son activité classique de dépôts et de prêts au profit de l'utilisation des produits du marché¹.

Ce triple processus entraîne une explosion de la circulation financière dans le monde ; et plus particulièrement entre les pays du Nord : le plus important marché des capitaux est celui du plus riche Etat du monde : les Etats-Unis.

B/ Les innovations technologiques :

Ce sont essentiellement l'informatique et les télécommunications. L'informatique a démultiplié la puissance d'instruments que pouvaient être le téléphone et l'échange verbal, vecteurs traditionnels de l'information. Dès l'automne 1986, le Stock Exchange à Londres subit une brusque mutation, le big bang. Finie la criée, les cotations et les échanges d'actions se font désormais au travers d'un réseau informatisé dont les terminaux peuvent être installés dans le monde entier.

Paris emboîte le pas ; en 1990, l'informatisation est totale, mais déjà la corporation des agents de change cède sa place à des sociétés de bourse et symboliquement la Corbeille a disparu le 14 Juillet 1987.

Avec le développement de l'informatique et des télécommunications, les marchés sont devenus interdépendants, les places financières interconnectées, ce qui a favorisé la création d'un marché mondial alimenté par les énormes masses de capitaux spéculatifs détenus par les entreprises, les banques, les fonds communs de placement, les fonds de pension.

¹ Ce point sera détaillé avec la libéralisation des banques.

C/ Les innovations financières :

Le terme innover fait référence à quelque chose de nouveau : la mise sur le marché d'un nouveau produit, l'introduction d'un nouveau processus de valorisation ou de fabrication ou encore un nouveau modèle d'organisation dans l'entreprise. L'innovation peut donc être conçue comme un changement introduit dans un processus économique qui a pour but et pour résultat une utilisation plus efficace des ressources disponibles ; c'est pourquoi, elle est considérée comme un facteur pour l'efficacité économique de toute entreprise, y compris les banques.

En effet, l'innovation est devenue une des dimensions majeures des banques, de manière particulière, et du système financier, de manière générale. Elle touche à toutes ses fonctions : marketing, stratégie et développement des ressources humaines.

Les innovations financières sont la création de nouveaux instruments financiers mais également des modifications des marchés financiers dues à la titrisation.

Von Home définit l'innovation financière tous ces nouveaux produits ou procédés « *qui rendent les marchés plus efficaces au sens opérationnel et/ou plus complet* »¹

F. Renversez restreint l'innovation financière à l'apparition de nouveaux produits financiers qui élargissent le champ de la finance directe. Elle la situe dans le strict champ de la finance directe. Ainsi écrit-elle : « *le terme d'innovations financières désigne les nouveaux produits financiers qui ont suscité une croissance générale de la demande des titres du public, l'activation et l'extension des marchés financiers. Le phénomène est parfois appelé « titrisation », ou encore « mobiliérisation »* ».²

C. De Boisseu élargit, quant à lui, son champ d'application en donnant le sens de l'expression « innovation financière ». Pour cet auteur, elle désigne l'un des trois phénomènes suivants :

- L'apparition d'un nouveau produit financier, se traduisant par une extension du « menu » d'actifs ;
- Le développement d'un nouveau marché de capitaux, ou d'un compartiment sur un marché déjà existant. Le processus d'innovation financière va de pair avec l'essor de la finance directe ;
- L'introduction de nouvelles technologies de paiement, mouvement souvent perçu en termes d'électronisation des flux monétaires.

¹ Von Home, Revue d'Economie Financière, été 1991, p71

² Renversez F, « Eléments d'analyse monétaire », 10^e Edition Dalloz, 1991, p22

Au total, le processus d'innovation financière se caractérise par de nouveaux produits et aussi de nouveaux marchés qui transforment le paysage financier.

Dans une étude récente datant de 1986, la Banque des Règlements internationaux (BRI) dresse une liste de ces transformations majeures telles que la tendance à la titrisation ajoutée au rôle de plus en plus important des marchés des capitaux au détriment de celui des crédits, l'importance des activités du haut du bilan des banques, l'intégration et l'internationalisation des marchés de capitaux.

Ainsi donc, dans les années 1970 et 1980, un processus de modernisation financière impulsé par les pouvoirs publics, touche les grandes places financières du monde. Les nouveaux marchés financiers, les nouveaux produits résultent aussi bien des besoins financiers de l'économie, que des nécessités (ouverture de l'Europe sur le monde et d'une manière plus générale, appel massif au marché par les Etats pour combler les énormes déficits budgétaires) et de la volonté d'apporter une solution aux risques liés à l'instabilité des taux de change, des taux d'intérêt et d'inflation.

En France, par exemple, durant les années 1980, apparaissent de nouveaux marchés financiers : en 1983, le second marché ; en 1986 et 1987 deux marchés à terme sont successivement créés : le Marché à Terme des Instruments Financiers (MATIF) et le Marché d'Options Négociables à Paris (MONEP).

Dans le même temps, de nouveaux produits financiers apparaissent sur les marchés. Pour financer les déficits budgétaires, les Etats recourent à l'emprunt obligatoire de préférence à la planche à billet. L'émission d'Obligations Assimilables au trésor (OAT) représente une modernisation des procédures d'appel au marché.

L'assimilation est une technique qui permet de rattacher un emprunt à un autre emprunt de mêmes caractéristiques, déjà coté.

Une réforme a unifié les bons du trésor en créant les bons du Trésor Négociables. La souscription est ouverte aussi bien aux banques, entreprises et particuliers qu'aux agents économiques, étrangers. Ces bons sont négociables sur le marché monétaire.

Les entreprises et les banques peuvent désormais recourir directement au marché monétaire en utilisant des Titres de Créance Négociables (TCN). Les entreprises peuvent se passer de l'intermédiaire des banques en couvrant leurs besoins de liquidités à court terme sur le marché monétaire (billet de trésorerie).

De la même manière, les certificats de dépôt permettent aux banques d'obtenir des liquidités autrement que par le dépôt bancaire classique. Ces titres (billet de trésorerie et certificat de dépôt) peuvent être vendus avant terme.

Ces innovations financières ont profondément bouleversé le marché.

Pour conclure sur ce point, on peut dire que la globalisation financière marquée par les 3D (Décloisonnement, Déréglementation, Désintermédiation) est caractérisée par le respect de la règle de l'unité de temps (elle fonctionne vingt-quatre heures sur vingt-quatre) et l'unité de lieu (les places sont de plus en plus interconnectées) et aboutit bien à un véritable mégamarché financier mondial. Les anciens marchés spécifiques (bourse, change, options, etc.) deviennent des compartiments du marché global, rendus capillaires et interdépendants par les différentes catégories d'arbitrages, auxquels se ramènent finalement les swaps et autres formes de passage d'un marché à un autre.

Ce marché mondial des fonds prêtables a une autre propriété inédite : grâce à l'électronique et aux ordinateurs, il fonctionne pratiquement en temps réel et toute information « publique » y est pratiquement diffusée immédiatement, d'une extrémité à l'autre. En ce sens, on peut parler à l'image de ce que prévoyait McLuhan (1962) pour la diffusion de l'information orale, d'un « village global » de la finance ; on y retrouve :

« L'interdépendance nouvelle qu'impose l'électronique qui recrée le monde à l'image du village global... Au lieu de ressembler à une immense bibliothèque... nous allons connaître une phase... caractéristique des tams-tams tribaux d'interdépendance totale et de coexistence forcée »¹

On devine, par la même, l'ambivalence de ce marché de plus en plus intégré et globalisé : capable de traiter des volumes d'épargne impressionnants et surinformés, il ne pourra éviter de connaître des phases de pertes de contrôle. S'il risque d'atteindre un niveau d'efficacité inédit dans l'histoire, il pourra aussi être sensible aux rumeurs et alterner phases de pertes de contrôle et plages plus ou moins longues de stabilité.

1.3.2/ Développement des marchés financiers :

Pour se financer, les entreprises transnationales s'adressent directement à l'épargne. En contournant l'intermédiation bancaire, elles réduisent le coût des capitaux. Le développement des marchés financiers va de pair avec la désintermédiation bancaire. En réalité, il y a eu un

¹ Extrait de Bourguinat H, 1992, Op Citée, p87.

changement dans l'activité bancaire¹. Les grandes banques internationales conseillent les entreprises (introduction en bourse, pertinence d'une émission de valeurs mobilières, fusions – acquisition) dans le domaine du financement.

Plus précisément, les grandes entreprises trouvent des capitaux en émettant des actions, des obligations ou d'autres titres de créance. Ce qui importe, par rapport à la situation d'intermédiation, c'est que ces valeurs mobilières sont négociables. En d'autres termes, le détenteur des valeurs peut à tout moment trouver une contrepartie sur le marché secondaire. La détention de valeurs mobilières négociables permet constamment des arbitrages : par exemple se désengager de valeurs fragilisées pour se positionner sur des valeurs stables (obligations d'Etat).

Cette évolution du financement de l'économie est l'un des moteurs de la spéculation financière.

1.4/ La libéralisation des banques : la déréglementation :

A partir des années 80, la plupart des systèmes bancaires, ont connu des vagues de déréglementation et de libéralisation financière. Ces refontes des cadres réglementaires semblent obéir à deux logiques imposées par les autorités monétaires : le renforcement de la sécurité du système bancaire et l'amélioration des conditions de fonctionnement des marchés financiers.

Aux Etats-Unis, cette évolution a été imposée par l'inadaptation de la réglementation antérieure aux nouvelles conditions de l'activité bancaire.

En France, la loi bancaire du 24 Janvier 1984 avait pour objectif de créer les conditions d'une concurrence normale et de favoriser la modernisation de l'industrie bancaire. Elle a également pris en compte le processus de bancarisation de la société. L'extension de la déréglementation aux autres pays s'est opérée dans la diversité du fait des différences significatives des structures bancaires.

La déréglementation a consisté à réduire le nombre de procédures spécifiques et à lever les cloisonnements et les interdictions au sein du système de financement afin d'obtenir un marché plus ample et homogène.

A partir de 1987, on a assisté à :

- La libéralisation des crédits ;
- La libéralisation du secteur bancaire.

¹ Ce point sera développé dans la libéralisation des banques.

1.4.1/ La libéralisation des crédits :

La mise en œuvre d'un système de réserves obligatoires oblige les banques à détenir au moins 10% ou 20% de leurs dépôts sous forme de réserves ou à placer une partie de leurs bénéfices dans un fond de réserves, ou encore à orienter les crédits vers un secteur précis, en décidant, par exemple, que l'agriculture devrait recevoir au minimum 20% ou 30% des prêts.

Ces politiques empêchent les banques de détenir certains actifs en limitant la place que peut occuper un actif particulier dans leurs portefeuilles. Elles diminuent la capacité de la banque à réduire le risque de son portefeuille, par la diversification notamment.

La libéralisation des crédits signifie l'élimination du contrôle, de l'orientation vers les secteurs prioritaires, du plafonnement des crédits pour d'autres secteurs et la réduction ou la suppression des réserves obligatoires¹

En effet, la libéralisation financière qui exige l'allègement de réserves obligatoires élevées donne aux banques des fonds suffisants pour augmenter leur capacité à offrir des crédits et à diversifier leurs investissements.

1.4.2/ La libéralisation du secteur bancaire :

Elle englobe la suppression des limites à l'installation et à la participation des banques domestiques et étrangères, des restrictions liées à la spécialisation des banques et à l'établissement de banques universelles.

La libéralisation du secteur bancaire pousse aussi l'Etat à privatiser des banques publiques et cela permet d'accroître le niveau de concurrence entre les banques.

Cependant, une des grandes innovations intervenues durant les années quatre-vingt a été le mouvement de désintermédiation, qui a rendu possible l'accès direct des agents économiques non financiers aux marchés des capitaux. Ceci se traduit donc le passage progressif d'une économie intermédiée à une économie de marché, notamment avec la multiplication des modalités de financement de l'économie et l'apparition de nouveaux titres et de nouveaux opérateurs.

1.4.2.1/ Passage de l'intermédiation bancaire à l'intermédiation de marché :

Jusqu'aux années 70-80, les pays ont adopté un système d'économie d'endettement où prédominaient les financements intermédiés sur les financements directs.

¹ Ben Gamra S, Clévenot M, «Les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement : Croissance économique ou instabilité financière ? », Septembre 2008, p7.

À cette époque là, les entreprises finançaient donc leurs investissements par le recours à l'emprunt bancaire, tout en profitant des taux d'intérêts réels débiteurs relativement faibles à cause de la forte inflation qui va même rendre ces taux négatifs, ce qui a entraîné des distorsions dans l'allocation des ressources entre investissements rentables et non rentables. Les relations bilatérales individualisées entre banques et clients ne contribuèrent pas toute à la croissance de l'économie.

Cette transition d'une « économie d'endettement » à une économie dite de « marché » (clivage mis en évidence par l'américain John Hicks en 1974) a donc été recherchée au départ par les pouvoirs publics afin de permettre une meilleure allocation des ressources et une réduction des coûts de l'intermédiation.

L'objectif était de réduire l'inflation en donnant une place beaucoup plus importante aux financements de marché.

Le passage du financement intermédié vers celui de marché signifie que le rôle d'intermédiaire classique chez les banques (récolter les dépôts, octroyer les crédits) diminue. Il apparaît lorsqu'une part croissante de l'épargne ne fait plus l'objet de dépôts auprès des banques mais est placée dans des titres que les entreprises émettent directement sur les marchés des capitaux, plutôt que d'emprunter auprès de leur banquier.

Dans ce cas, les agents en surplus achètent directement des titres d'entreprises sur le marché financier sans passer par un intermédiaire, ou bien ce sont des intermédiaires financiers non bancaires qui mettent en relation les agents en surplus avec les agents en déficit.

1.4.2.1.1/ Les causes liées à cette transition :

A/ Comportement des agents économiques :

Avec l'augmentation de la valeur des titres, les épargnants (ménages et entreprises) deviennent de plus en plus exigeants à l'égard du système bancaire. La hausse des taux d'intérêts a conduit les agents à se détourner du financement bancaire vers les marchés financiers dont l'espoir de réaliser des opérations plus fructueuses, dans la mesure où la rémunération de l'intermédiation disparaît.

Toutefois, cette nouvelle forme de placement présente plus de risque. Ce changement de comportement s'explique par l'accroissement du patrimoine financier des ménages, ce qui leur permet de placer une fraction de leur revenu dans des actifs plus risqués (ex : actions),

mais surtout à cause de l'évolution du département financier des entreprises qui constitue en lui-même un centre de profit.

B/ Le développement technologique :

L'essor des techniques informatiques et de communication a un effet non négligeable sur l'intermédiation financière. En effet, la puissance de calcul et la vitesse de traitement ont progressé de manière exceptionnelle et la gestion des données a considérablement gagné en facilité et en efficacité.

Le progrès technique nuit à l'avantage que possèdent les banques et ce, à deux niveaux :

- Ø Au niveau du paiement : les entreprises peuvent pratiquer de plus en plus le « netting », à savoir les flux de paiements bilatéraux bruts des entreprises font l'objet d'une compensation, seuls les soldes nets transitent encore par le circuit bancaire. Cette compensation multilatérale des paiements, considérée comme une technique de couverture interne, a pour avantage la réduction des commissions bancaires en raison de la diminution du nombre et du montant des transferts entre filiales du groupe d'une part, et, d'autre part, permet de limiter le risque de change pour de nombreuses opérations.
- Ø Au niveau de sa fonction transformation, la technologie permet aujourd'hui aux entreprises extérieures au secteur financier comme la grande distribution ou le secteur automobile, de diversifier leurs activités et de proposer du crédit par exemple, avec un produit parfaitement adapté aux besoins de leurs clients.

C/ Déréglementer et re-réglementer :

Le mouvement de libéralisation financière a permis l'ouverture du marché des capitaux à court terme (le marché monétaire) à l'ensemble des agents économiques et donc à de nouveaux concurrents pour les banques.

Le décloisonnement a permis des phénomènes d'interpénétration des marchés comme la « bancassurance » avec l'apparition de nouveaux intermédiaires financiers à savoir les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (les OPCVM), les fonds de pension et les sociétés d'assurance.

La re-réglementation : la libéralisation financière s'est accompagnée d'une augmentation de la volatilité, de l'instabilité et de la montée des risques. Pour y remédier on a mis en place de nouvelles mesures réglementaires (exemple : ratio de solvabilité, ratio Cook, ratio MC Donough) qui consistent à renforcer la réglementation prudentielle des banques. Les

banques se sont donc vues imposer de nouvelles exigences en matière de fonds propres, de ce fait, elles ont perdu leur accès privilégié à un certain nombre de marchés.

1.4.2.1.2/ La transformation de l'activité bancaire :

Depuis la libéralisation du système financier (caractérisé par le phénomène des 3D) avec l'apparition du financement direct, les entreprises ont un pouvoir de négociation plus élevé auprès de leur banque. Elles peuvent se financer via le crédit bancaire ou bien directement sur les marchés des capitaux. Le privilège de l'autofinancement des firmes (conséquence directe de l'accroissement de la pression concurrentielle) et les taux d'intérêt élevés ont ralenti fortement la demande de crédit des firmes. Elles préfèrent donc recourir directement au marché pour se financer en émettant des billets de trésorerie¹.

Donc, face à cette situation, les banques jouent de moins en moins le rôle classique d'intermédiaire - transformateur. Cependant, elles ne sont pas totalement hors jeu puisque la plupart des opérations sont organisées, malgré tout, grâce à leurs interventions.

A/ Les nouvelles fonctions :

A.1/ Rôle de conseil et d'accompagnement :

Avec des informations assez complètes sur le marché, au lieu de transformer les actifs de leurs clients, les banques veilleront à accompagner leurs clients sur les marchés financiers. Les banques jouent de plus en plus le rôle de conseil. Par exemple dans le cas des agents non financiers spécialement ceux de taille réduite (PME) qui ont des difficultés à l'accès au financement de marchés. Pour répondre à leurs besoins de financement, les intermédiaires leur proposent des produits spécifiques (contrats particulièrement adaptés à leur demande) où ces agents peuvent recourir directement à des sociétés spécialisées.

A.2/ Produits complexes et expertise financière :

Dans la mesure où les banques accordent de moins en moins de crédits alors elles n'ont d'autre choix que de s'adapter en se tournant vers des produits à plus forte valeur ajoutée, auxquels la technologie ne pourra pas venir se substituer : il s'agit en fait de produits plus sophistiqués ou des services de consultation financière personnalisée.

¹ Les billets de trésorerie sont émis par les agents non financiers qui ont besoin de financement sur le marché monétaire. Leur échéance peut varier de 10 jours à un an.

L'objectif de la banque est de couvrir l'ensemble des besoins de ses clients en multipliant les offres de services. Elles combinent divers produits et services qui répondent aux préférences de chaque segment de clientèle, par exemple le forfait comprenant différents moyens de paiement (cartes de crédit et chéquier), les conditions privilégiées sur les découverts, les lettres d'information, les assurances voyage ou assistance médicale, les garanties sur les achats...etc

Dans cette optique, le concept de « bancassurance » est né. Les banques ont développé des services autour de leurs produits de base : elles associent des produits à faible rendement (crédit) à des services complémentaires (assurances) fortement rémunérateurs (l'assurance d'habitation, l'assurance des moyens de paiement...).

Or, les banques jouent un rôle important dans la commercialisation et la gestion des organismes de placement collectif OPCVM¹.

A.3/ Le développement des NTIC :

Avec le développement des technologies, les banques peuvent exploiter des services via Internet (commerce électronique : consultation et gestion facilitées des comptes, gestion des titres en temps réel, possibilité de préparer des projets avec simulateur en ligne). Les placements sont facilités car on peut recourir à des courtiers en ligne (ex : Boursorama (Société Générale),

Selftrade, Fortuneo qui sont souvent des filiales des grandes banques), en plus, il y a des possibilités de payer directement en ligne. Le paiement par le téléphone mobile, le porte-monnaie électronique sont d'autres développements technologiques que réalisent les banques.

A.4/ Développement des activités sur titre :

La titrisation est le processus par lequel des crédits, au départ non négociables deviennent négociables sur un marché secondaire, et de ce fait, peuvent être vendus ou achetés avant leur échéance. La titrisation peut être définie comme suit :

« La titrisation est cette activité qui consiste à placer des effets à court terme renouvelables et qui donne à l'emprunteur l'assurance d'un financement à long terme, avec,

¹ OPCVM (organisation de placement collectif en valeurs mobilières) : sont une famille de fond d'investissement qui regroupe des SICAV (sociétés d'investissement à capital variable) et des FCP (fonds communs de placement).

le plus souvent, l'engagement par la banque de reprendre elle –même ce « papier » si elle ne trouve pas acquéreur sur le marché »¹

Elle induit une plus grande flexibilité pour la banque car la revente de crédits accordés lui permet d'obtenir des liquidités en cas de besoin. Cette méthode permet donc de gérer de façon fine la liquidité bancaire. Les banques se financent de plus en plus par le marché en achetant des titres émis par les sociétés non financières.

En conclusion de cette section, nous pouvons dire que la libéralisation financière représente un processus impliquant un ensemble de mesures employées dans le but d'éliminer les restrictions imposées sur le secteur financier telles que la libéralisation des taux d'intérêt, de déréglementation financière, de privatisation des institutions financières, la libéralisation du compte capital qui représente la suppression des obstacles qui empêchent les banques et les autres institutions financières d'effectuer des emprunts à l'étranger, l'élimination du contrôle exercé sur le taux de change appliqué aux transactions relatives au compte courant et au compte capital et la libéralisation des flux de capitaux perçue comme étant l'essor surtout des pays en développement et cela afin de réaliser une croissance économique.

Notre prochaine section sera consacrée à la présentation de la libéralisation financière externe.

Section2 : La libéralisation financière externe : la libéralisation des mouvements de capitaux :

La croissance des transactions financières internationales et des mouvements internationaux de capitaux est une des caractéristiques les plus marquantes de l'économie de la fin du XX^e siècle. En fait, les flux de capitaux ont connu une évolution considérable et ont été derrière l'apparition du phénomène de la globalisation financière qui a exclu la notion des marchés nationaux de capitaux pour les substituer par un seul marché financier globalisé.

En fait, c'est vers la fin des années 80, et suite à la crise de la dette qui avait frappé plusieurs pays en développement, que les institutions de Bretton Woods avaient intervenu afin d'aider ces pays pour sortir de cette situation. Ainsi, Williamson présenta en 1989 un document

¹ Bourguinat H, 1992, Op Citée, p83.

intitulé « *Consensus de Washington* »¹ dans lequel il a énuméré dix réformes qui devaient, selon lui, engager les pays en développement latino-américains pour sortir de la crise et rattraper leur retard. Parmi ces réformes figure « la libéralisation des investissements directs en provenance de l'étranger ». Et c'est en réponse à cet appel qu'un processus de libéralisation des mouvements des capitaux a été mis en œuvre à partir de la fin des années quatre-vingt lorsque de nombreux pays en développement (en réaction à la crise de la dette) ont adopté des réformes structurelles fondées sur le désengagement de l'Etat du point de vue de la régulation macroéconomique. De ce fait, les flux internationaux des capitaux ont augmenté considérablement pendant les deux dernières décennies. Toutefois, la libéralisation des mouvements de capitaux présente plusieurs risques qui peuvent avoir des effets néfastes sur les économies fragiles et vulnérables, toute la question est de savoir comment conduire la libéralisation externe de manière à en limiter les risques et à en tirer le maximum de bénéfice. C'est pour cela que dans cette deuxième section, nous examinerons les avantages et les risques que peut comporter l'ouverture des marchés de capitaux en passant d'abord en revue les caractéristiques, les causes et les obstacles liés à ces derniers.

2.1/ Les caractéristiques des flux de capitaux :

Généralement, on distingue deux catégories de flux de capitaux : Les flux de capitaux propres et les flux de la dette.

2.1.1/ Les flux de capitaux propres :

Cette catégorie de flux est composée par les investissements directs étrangers (IDE) et les investissements de portefeuille. Les investissements directs étrangers impliquent une prise de contrôle de la part de la firme étrangère contrairement à l'investissement de portefeuille. Le seuil à partir duquel le contrôle s'exerce est arbitraire, le FMI utilise une valeur de 10%. En conclusion, la différence entre ces deux types de flux réside dans la part de propriété dans une entreprise : la tenue de plus de 10 % du capital est considérée comme investissement direct étranger.

2.1.1.1/ Les investissements directs étrangers :

Les IDE sont les flux de capitaux d'une entreprise vers une firme à l'étranger dont elle désire orienter la gestion.

¹ L'expression « consensus de Washington » a été introduite par John Williamson en 1989 en référence à la communauté de pensée entre les institutions de Bretton Woods d'une part, le Trésor américain d'autre part. Voir Williamson (1990).

Les IDE peuvent être défini comme suit :

« déterminants majeurs de la globalisation, désignent des engagements de capitaux effectués, en vue d'acquérir un droit de propriété, conférant un pouvoir de décision effectif dans une entreprise située à l'étranger »¹

Il existe une définition officielle des IDE produite par le FMI en 1993 et adoptée par l'OCDE en 1996² :

« L'investissement étranger est dit « direct » lorsque l'investisseur résident dans une autre économie détient au moins 10% des actions ordinaires ou des droits de vote d'une entreprise dans laquelle il effectue son investissement. Le seuil de 10% signifie que l'investisseur direct est en mesure d'influence sur la gestion d'une entreprise et d'y participer, mais pas nécessairement d'en avoir le contrôle total. L'investissement direct se mesure en termes de flux et de stocks. Les flux d'investissements directs dans l'économie déclarante ou à l'étranger comprennent : le capital social (créances, engagement), les bénéfices réinvestis (nets) et autres transactions (créances, engagements). Une entreprise d'investissement direct est une entité qui est directement ou indirectement détenue par l'investisseur direct »³

Les IDE peuvent alors se présenter sous plusieurs formes : création de filiales (entreprise détenue à plus de 50% par un investisseur non résident), formation de sociétés mixtes, acquisition de sociétés étrangères, fusion avec des sociétés étrangères.....

Ces derniers incluent notamment les prêts accordés par une maison-mère à sa filiale implantée à l'étranger.

En effet, les flux d'IDE revêtent plusieurs formes :

- implantation d'une unité de production à l'étranger ;
- acquisition d'au moins 10% du capital d'une société étrangère déjà existante ;
- réinvestissement sur place des bénéfices réalisés par les entreprises sous contrôle ;
- opérations financières entre une maison mère et ses filiales à l'étranger (prêts, avance de fonds.....)

¹ Dourousset M, 2005, Op Citée, p65.

² Allegret J-P, Le Merrer P, « Economie de la mondialisation », Edition De Boeck, 2007.

³ Mesurer la mondialisation, OCDE 2005.

L'évolution des flux d'IDE, qui dépend notamment de la stabilité de la terre d'accueil et des perspectives qu'elle semble offrir à terme, reflète en quelque sorte la confiance que portent les investisseurs étrangers dans un pays ou une région.

Les flux d'IDE entre l'Union européenne, les Etats-Unis et le Japon (flux Nord-Nord) sont les plus importants, même si leur part dans le total mondial est plutôt en baisse. Ainsi, on observe ces dernières années une forte augmentation des flux vers l'Asie du sud-est et tout particulièrement à destination de la Chine.

D'une manière générale, le continent africain attire peu d'IDE même si quelques pays comme l'Afrique du Sud, l'Algérie, le Maroc, la Tunisie ou l'Egypte constituent des exceptions. Pour les autres pays africains, l'IDE est essentiellement concentré dans l'industrie extractive.

Près de 60% des IDE entrants se concentrent en Amérique du Nord, en Europe et au Japon. Les pays en développement en appellent donc 40%. Seulement 7 pays accueillent 65% du stock mondial d'IDE, essentiellement des pays industrialisés, et 30 Etats accueillent 90% des IDE. Les Etats-Unis recueillent trois fois plus d'IDE que l'ensemble des PVD. Les pays du Nord restent, à l'évidence, les principaux investisseurs-avec une domination très marquée des pays européens. Malgré une légère reprise des investissements en 2001 (c'est le cas unique) le Japon occupe la septième place dans le monde alors qu'il dominait les flux d'investissement au début des années 1990 (tableau1).

Tableau1 : Les flux d'IDE (en milliards de dollars) Pays investisseurs

	2001	2000
Total des IDE	735	1 492
Etats-Unis	114	165
France	83	176
UEBL	67	242
Pays-Bas	44	71
Allemagne	43	50
Royaume-Uni	39	254
Japon	38	32
Canada	35	47

Source : Durousset M, 2005, Op Citée, p67.

La seule véritable rupture de ces dernières années provient de l'émergence foudroyante de la Chine qui devient le deuxième Etat d'accueil avec 12% du stock mondial.

Les investissements à l'étranger ont connu un fabuleux essor depuis les années 80 : sur la période de 1980-2002, le stock mondial d'IDE a ainsi été multiplié par plus de 12, cet accroissement a été particulièrement important au cours des années 1990. Par contre, à partir de 2001 cet essor se ralentit puisqu'on constate un recul des flux d'IDE (-40% en 2001 et -20% en 2002).

Cette évolution d'IDE est due à :

- la déréglementation, cette déréglementation des IDE consiste à supprimer un certain nombre de restrictions aux flux entrants d'IDE ;
- l'essor IDE européens (notamment allemand) et japonais, en raison de l'appréciation relativement du dollar (il baisse de manière concertée après les accords du Plaza) du mark et du yen, ce qui est favorable à l'internationalisation des firmes allemandes et japonaises ;
- l'essor des IDE dans le secteur des services, en raison de la tertiarisation et de la désindustrialisation des pays développés (qui est aussi le résultat en partie des flux d'IDE ayant pour finalité la délocalisation), de la déréglementation de ce secteur (à la suite des négociations commerciales multilatérales de l'OMC et de la déréglementation des services financiers).

Fotso Ndefo (2003), en parlant des avantages que présentent les IDE, note que :

« Parmi l'ensemble des flux de capitaux privés, les investissements directs étrangers sont prisés par les pays en développement et ceci en raison de leurs caractères durables, évitant, ainsi, les phénomènes de volatilité à l'origine des pressions sur le taux de change. Dans le cas des pays Est-Asiatiques, par exemple, les IDE ont été remarquablement stables durant les crises financières mondiales de 1997-1998, tandis que d'autres formes d'apports de capitaux privés ont reculé massivement. Plus encore, les IDE exercent des effets de diffusion sur le plan technologique. Depuis les travaux de Borensztein, De Gregorio et Lee (1998), il est de plus en plus admis que le progrès technique exerce un effet positif sur la croissance. Il agit en fait sur le niveau de la production finale à travers plusieurs canaux de transmission : l'acquisition du capital humain, l'importation des produits innovants, l'acquisition de techniques de production nouvelles, etc. »¹

¹ Ndefo F, « Impacts des investissements directs étrangers sur la croissance : Quelques résultats sur les pays africains au sud du SAHARA », Banque des Etats de l'Afrique centrale, Notes d'études et de recherche N°3, 2003, p2.

De même, l'attraction des IDE exerce un effet important sur le plan managérial permettant ainsi le transfert des méthodes modernes de gestion vers les pays en développement.

En conclusion, on peut dire que même si l'investissement direct étranger soulève parfois la crainte d'une mainmise ou d'une prise de contrôle par des étrangers, les avantages économiques liés à de tels investissements, y compris le transfert de technologies et de pratiques de gestion efficaces, sont considérables. Par ailleurs, parce que les flux d'investissement directs sont moins sujets à des revirements soudains en cas de panique que les prêts bancaires, ils ne semblent pas engendrer les mêmes problèmes aigus de crises financières que l'inversion brutale des flux d'endettement. Ainsi, la libéralisation des entrées directes de capitaux devrait généralement constituer un élément intéressant d'un programme plus large de libéralisation.

2.1.1.2/ Les investissements de portefeuille :

Les investissements de portefeuille sont des achats de titres de propriété ou de créance – émis par des agents non résidents (c'est-à-dire, schématiquement, à l'étranger) – par des épargnants qui ne désirent pas pour autant prendre le contrôle de l'entreprise contrairement à l'investissement direct, mais simplement placer leur argent dans une optique de rentabilité.

A proprement parler, les investissements de portefeuille sont donc des placements, c'est une prise de participation minoritaire dans le capital d'une entreprise.

Ce type de flux est d'une grande importance puisqu'il permet aux entreprises de financer leurs investissements grâce à l'épargne provenant d'un autre pays. C'est très intéressant, notamment pour les pays en développement qui manquent souvent de moyens nécessaires au financement de leur croissance.

De plus, ce type de placement ne remet pas en cause le contrôle des entreprises, puisque les investissements de portefeuille n'ont qu'une logique financière. Le revers de la médaille est que ceux qui effectuent ces placements sont par définition peu attachés au devenir de l'entreprise, et qu'ils peuvent revendre brutalement leurs titres, si la rentabilité ne les satisfait pas ou si le risque de pertes leur paraît trop grand.

Aussi, ces placements de portefeuille permettent de réduire le coût de capital, ce qui permet aux entreprises de financer des projets qui étaient précédemment irréalisables à cause de leurs coûts élevés. Mais cette catégorie de capitaux semble être la plus volatile. De ce fait,

il peut y avoir de grandes variations d'une année à une autre dans le niveau des flux puisqu'ils sont en majorité des flux de court terme.

Les investissements de portefeuille se sont beaucoup développés au niveau international avec la libéralisation des marchés financiers dans les années 1980. La suppression des contrôles des changes et l'allégement des réglementations des activités bancaires et financières ont permis aux épargnants de diversifier leurs placements au niveau mondial. Les grands bénéficiaires de cet apport de capitaux sont pour l'essentiel les pays développés. Les USA attirent également une grande partie des placements internationaux pour financer leurs déficits budgétaires et des transactions courantes.

Il ne faut pas confondre investissements directs à l'étranger et investissement de portefeuille. Les premiers sont une acquisition de moyens de production tandis que les seconds ne sont qu'un placement effectué par un agent à capacité de financement. La source de confusion vient de ce que les deux opérations peuvent parfois s'effectuer de la même façon, par un achat d'actions.

L'entrée dans le capital d'une entreprise étrangère peut être motivée par une stratégie de prise de contrôle des moyens de production, dans ce cas il s'agit d'une démarche assimilable à un IDE. Mais elle peut aussi répondre à une volonté de diversifier ses placements en les répartissant dans plusieurs pays (on ne met pas tous les œufs dans le même panier). Dans ce cas, il n'y a pas de logique d'investissement.

Une question mérite d'être posée : comment distinguer alors un achat d'action à finalité productive d'un placement ? En pratique, c'est impossible, parce qu'on a d'informations que sur les flux financiers, pas sur ce qui les motive. Conventionnellement, on range donc dans les IDE tout achat d'action qui entraîne une prise de participation supérieure à 10% du capital social, et dans les placements (investissements de portefeuille) les prises de participation inférieures à ce seuil.

2.1.2/ Les flux de la dette :

Ce type de flux inclut essentiellement les portefeuilles constitués d'obligations, les emprunts bancaires des pays développés aux pays en développement.

En fait, jusqu'à la fin des années 80, les flux de la dette et particulièrement les emprunts bancaires de l'étranger ont représenté le composant le plus important de flux des capitaux privés à destination des pays en développement. Par contre, depuis le début des années 90, la

situation s'est inversée : les flux des capitaux propres ont gagné du terrain au détriment des flux de la dette.

Spécialement, les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille ont joué un rôle important dans le soutien de la croissance dans ces pays. En fait, la part des IDE et des investissements de portefeuille a augmenté pour passer de 20% des apports de capitaux pendant la fin des années 70 à 66% pendant les cinq premières années de la dernière décennie.

Dhingra (2004)¹ a mené une étude afin de dégager l'effet de flux des capitaux sur la croissance. Sur un échantillon composé de 58 pays (1975 à 2000), il affirme que les flux de capitaux propres (IDE et investissements de portefeuille) ont un important effet positif sur la croissance économique. En moyenne, ce type de flux peut être derrière la hausse de la croissance de 1.4 %, alors que les flux de la dette exercent un effet négatif ou aucun effet considérable sur la hausse de la production. Cet effet peut se manifester par une diminution de la croissance de 0.6 % en moyenne.

Bosworth et Collins (1999)² ont mené une étude en panel sur 58 pays en développement entre 1978 et 1995 afin de démontrer les effets des entrées de capitaux sur l'investissement intérieur.

L'échantillon étudié comprend les pays de l'Amérique latine et de l'Asie, ainsi que de l'Afrique.

Les auteurs distinguent entre trois types des flux de capitaux : les IDE, les investissements de portefeuille et les autres flux financiers tels que les prêts bancaires principalement... Ainsi, les deux auteurs constatent que, pour une augmentation de 1 dollar des apports de capitaux, les investissements intérieurs augmentent environ de 50 cents. Toutefois, cette observation ne donne pas une idée claire quant à l'effet des différents types de capitaux sur l'investissement. Pour remédier à cela, ils avancent que l'investissement direct étranger semble produire une augmentation de l'investissement intérieur de 1 pour 1, les entrées de capitaux de portefeuille semblent n'avoir pratiquement aucun effet sensible sur l'investissement, alors que les prêts bancaires de l'étranger ont un effet intermédiaire. En plus, les investissements de portefeuilles sont considérés comme étant la source la plus volatile. Mesuré par le coefficient de variance, ces investissements ont été 4.5 fois plus volatiles que les IDE depuis 1991.

¹ Ben Salha O, 2006, Op Citée, p11.

² Idem, p12.

De même, les flux de capitaux à destination des pays en développement pendant les années 90 ont été fortement concentrés. Cinq pays (Chine, Brésil, Mexique, Thaïlande et Indonésie) ont en effet absorbé à eux seuls plus de la moitié des entrées totales de capitaux, et 75 % du total ont été répartis entre une douzaine de pays. L'afflux a été essentiellement concentré sur les pays de l'Asie et de l'Amérique latine¹.

Comme le montre la figure ci-dessous, la composition de flux de capitaux à destination des pays en développement n'a pas été la même pour toutes les régions. Malgré la multitude de travaux apparus depuis les années 90 s'intéressant à l'étude des flux de capitaux, la question de la destination et la composition de ces flux n'a pas été suffisamment traitée.

Chen et Khan (1997)² affirment que la recherche d'un plus haut rendement est l'une des plus importantes raisons qui laissent les investisseurs préférer une région à une autre. De même, le potentiel de croissance de l'économie ainsi que le niveau du développement de son marché financier permettent d'expliquer les différences qui existent dans la composition des flux des capitaux entre les pays. Borensztein, De Gregorio et Lee (1998)³ insistent sur le fait que l'investissement direct étranger est plus productif dans les pays pourvus d'une population active mieux éduquée.

De même, Mishra, Mody et Murshid (2001)⁴ insistent sur le fait que « les conditions qui facilitent les gains de productivité » comme la main d'œuvre qualifiée et l'infrastructure matérielle suffisamment développée jouent un rôle important dans la détermination du l'effet des flux internationaux des capitaux et spécialement des IDE sur le développement économique d'un pays.

2.2/ Les causes des flux de capitaux :

Plusieurs causes peuvent être derrière l'accroissement du volume des flux de capitaux privés à destination des pays à marchés émergents au cours des années 90. Lopez-Mejía (1999)⁵ distingue entre les causes internes et celles externes.

Au plan interne, la configuration du rapport risque/ rendement s'est améliorée depuis la fin des années 80, et ceci de trois façons principales. Premièrement, la restructuration de la dette extérieure des pays en développement a permis à un grand nombre de ces pays d'accroître leur solvabilité. Par exemple, la Roumanie, la Pologne et la Bulgarie ont subi un

¹ López-Mejía A, « Flux massifs de capitaux Leurs causes, leurs conséquences et la manière de les gérer », Revue Finances et développement, Septembre 1999, p 28.

² Ben Salha O, 2006, Op Citée, p12.

³ Idem.

⁴ Ibid.

⁵ Lopez-Mejia A, Septembre 1999, Op Citée, p28.

rééchelonnement de leurs dettes extérieures pendant la fin des années 80 et le début des années 90. De même plusieurs pays d'Amérique Latine comme l'Argentine, le Mexique ou encore l'Uruguay ont bénéficié du « plan Brady » pour restructurer leurs dettes souveraines.

Deuxièmement, les réformes structurelles entreprises par un grand nombre des pays en développement et l'instauration de la confiance dans la gestion macroéconomique ont conduit à des gains de productivité. À titre d'exemple, plusieurs pays de l'Asie de l'Est ont mené des programmes d'ajustements vers la moitié des années 80, ce qui leur a permis de réduire le niveau du déficit fiscal et d'accroître les crédits. Troisièmement, certains pays ont adopté un taux de change fixe ou à la limite intermédiaire, ce qui leur a permis d'attirer plus de flux de l'extérieur vu que le risque de volatilité du taux de change est quasi-absent dans ce cas.

Par ailleurs, les facteurs extérieurs peuvent être groupés en facteurs cycliques et structurels.

Les forces cycliques consistent surtout dans la baisse des taux d'intérêt réels mondiaux, ce qui a poussé les investisseurs à investir dans les marchés émergents. Toutefois, la quasi-stabilité des flux de capitaux privés après la hausse des taux d'intérêt mondiaux en 1994 laisse penser qu'il existe encore des forces structurelles externes qui ont joué un rôle important dans le déplacement des flux de capitaux d'un pays à un autre.

L'existence des forces structurelles externes a été prise en considération lorsque deux changements dans les structures financières des pays développés ont renforcé le déplacement des flux de capitaux vers les pays en développement. Premièrement, la forte concurrence, la baisse des coûts des communications et la hausse des coûts sur les marchés intérieurs ont incité les investisseurs des pays développés à investir dans les pays en développement et ceci pour augmenter leur efficacité et leur rentabilité. Deuxièmement, les investisseurs institutionnels sont devenus plus disposés à placer leurs fonds sur les marchés émergents et ceci pour diverses raisons : les taux de rendement plus élevés attendus à long terme, l'élargissement des possibilités de diversification du risque grâce au développement et à l'approfondissement des marchés des valeurs mobilières, et la libéralisation des comptes de capital. D'ailleurs, les premiers flux à destination des marchés des valeurs mobilières des pays en développement ont été réalisés à travers les fonds pays.

2.3/ Les obstacles à la libéralisation des mouvements des capitaux :

Plusieurs facteurs peuvent exister et représenter de ce fait des obstacles à la libre circulation des mouvements des capitaux. D'après Reisen et Fischer (1992)¹, deux types d'obstacles peuvent subsister : les obstacles liés aux contraintes du système financier national et ceux liés à la perte de l'autonomie macro-économique.

Quand au premier type d'obstacle, plusieurs arguments peuvent le justifier.

En fait, les systèmes financiers des pays en développement sont en majorité caractérisés par :

1. Des marchés du crédit segmentés ;
2. Une faible concurrence entre les banques ;
3. La prédominance des institutions financières ;
4. La mauvaise qualité des actifs figurant au bilan des banques ;
5. Et l'inadéquation des règles institutionnelles en matière de surveillance et de réglementation.

La deuxième contrainte à savoir la perte de l'autonomie macro-économique est née essentiellement de trois obstacles :

- Dans les pays en développement, les efforts fiscaux sont souvent très limités et remplacés par la répression du système financier interne. En fait, les taux de prélèvements fiscaux des pays en développement tendent à être bien inférieurs à ceux des pays développés. Ainsi, la mise en place des règles relatives à la constitution des réserves obligatoires est souvent adoptée car elle donne aux pouvoirs publics un accès direct au crédit bancaire. L'opposition à l'entrée libre des banques persiste aussi longtemps que les pouvoirs publics s'appuient sur cette source de financement. La suppression des contrôles pratiqués sur les capitaux peut donc réduire la base de seignuriage des pays en développement.
- En deuxième lieu, le contrôle des capitaux peut aider les autorités à atteindre leurs objectifs en matière monétaire et de taux de change. Avec une ouverture croissante du marché des capitaux, l'efficacité de la politique monétaire dépend de façon cruciale du degré de flexibilité du taux de change.
- Finalement, et contrairement aux pays développés, la majorité des économies des pays en développement ne peuvent pas absorber le coût des chocs externes et des crises financières. En fait, les marchés des valeurs mobilières des pays en développement sont trop étroits pour étaler, dans le temps, les chocs provenant des fluctuations de la

¹ Ben Salha O, 2006, Op Citée, p14.

liquidité. Cette incapacité à établir et à renforcer des marchés monétaires et des valeurs mobilières nationaux est souvent le résultat de la répression financière pratiquée à l'intérieur du pays. C'est pourquoi l'ouverture financière totale requiert l'établissement et la consolidation de marchés monétaires et des valeurs mobilières.

Cependant, ces obstacles réunis avec d'autres facteurs ont été derrière le reflux de capitaux de plusieurs pays en développement vers la fin de 1997.

Les pays émergents, pour attirer les capitaux étrangers, ont dû pratiquer des taux élevés, profitant d'une situation financière internationale caractérisée par de faibles taux d'intérêt pratiqués dans les pays développés. Par la suite, dès que les taux d'intérêt augmentent dans les pays développés, on assiste à une fuite rapide et intense des capitaux des pays en développement vers les pays développés.

Naamane (2003), en parlant des répercussions des reflux des capitaux, note que :

« Le pays qui subit un reflux des capitaux se trouve piégé. D'un côté, s'il augmente encore plus les taux d'intérêt pour stopper cette fuite de capitaux, le service de la dette pris par les agents domestiques augmente, les investissements deviennent moins rentables, et le pays entre dans une phase de récession, avec faillite d'entreprises et même des banques. D'un autre côté, si le pays décide de ne pas augmenter ses taux d'intérêt, alors le reflux de capitaux continue, ainsi que les pressions sur la monnaie domestique (à cause de la vente de la monnaie nationale et l'achat des devises), le pays est obligé de dévaluer, alors dans ce cas c'est le service de la dette en devises des agents nationaux qui flambe »¹

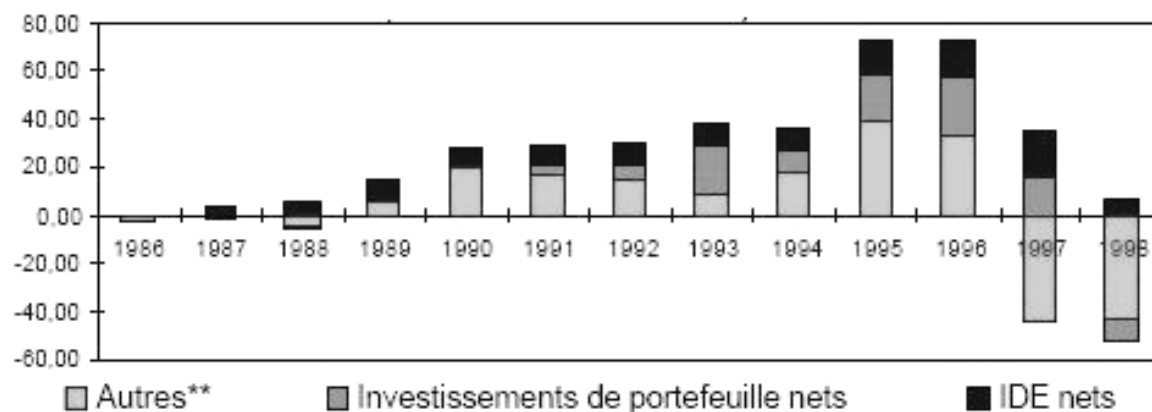
En fait, après avoir atteint 81 milliards de dollars en 1996, les flux nets de capitaux privés à destination des pays de Sud-Est Asiatique ont connu, en effet, un reflux très défavorable en 1997 qui s'accroît en 1998.

Pour l'ensemble des pays en développement, les flux ont commencé à croître très rapidement au début des années 1990, pour atteindre, en terme brut, 213 milliards de dollars en 1996, avant de s'effondrer à moins de 60 milliards de dollars en 1998. Lors de la crise du peso, le retournement des flux de capitaux entre le pic de 1993 et 1995 a représenté 13 % du PIB mexicain. Au cours de la seule année 1997, les cinq pays asiatiques les plus durement

¹ Naamane, « Les indicateurs d'alerte des crises financières », Centre d'analyse théorique et de traitement des données économiques, 2003, p5.

frappés par la crise ont connu un retournement équivalent, en moyenne, à plus de 10 % de leur PIB¹.

Graphique1 : Flux nets de capitaux privés vers les pays asiatiques* (En milliards de dollars US)



* L'Indonésie, la Corée du sud, les Philippines, la Malaisie, la Thaïlande ;

** Essentiellement des crédits offerts par les banques étrangères.

Source : Rapport de la Banque des règlements internationaux (BRI) extraite de Bernou et Grondin (2001) : «Réconciliation entre libéralisation financière et croissance économique dans un système fondé sur la banque », Groupe d'Analyse et de Théorie Economique, document de travail n° 12, p7.

Les effets des reflux de capitaux sur la situation économique et financière des pays asiatiques, perceptible en 1997, se sont fait notamment ressentir en 1998. En Thaïlande, Malaisie et Corée, les PIB ont enregistré des baisses allant de 6 à 8 % et de plus de 13 % en Indonésie, marquant l'entrée de ces économies dans une profonde récession que ni l'entrée de fonds officiels ni les investissements directs étrangers qui se maintiennent dans l'ensemble des pays asiatiques n'ont pu empêcher².

Face à ces mouvements massifs de reflux des capitaux et ses effets désastreux sur l'activité économique dans les pays en développement, la Banque des Règlements Internationaux (BRI) affirme dans son rapport trimestriel de Juin 2003 que :

¹ Sandretto, « Les risques de la libéralisation financière vus à travers le prisme des crises financières récentes des pays émergents », Université Lumière Lyon 2, 2002.

² Bernou et Grondin, 2001, Op Citée, p10.

« Rétrospectivement, la crise asiatique peut être considérée comme le résultat d'un retrait brutal de capitaux étrangers face à la multiplication des signes de contraction des prix des actifs et de tensions financières au sein des entreprises et des banques. »¹

2.4/ La libéralisation des mouvements internationaux de capitaux : avantages et inconvénients :

Les barrières et les frontières qui ont longtemps divisé les peuples sont en train de s'effriter grâce aux mouvements de déréglementation et au développement des nouvelles technologies de communication et du traitement de l'information. Subséquemment, l'alternative de vivre en autarcie ne se présente plus pour un pays voulant garantir sa survie et son développement économique, en outre, l'exercice d'un contrôle sur les flux internationaux de capitaux est une tâche qui devient de plus en plus fastidieuse.

2.4.1/ Les avantages de la libéralisation des mouvements de capitaux :

Selon la théorie économique classique, la mobilité internationale des capitaux permet aux pays qui ont des ressources d'épargne limitées d'attirer des financements pour leurs projets d'investissement internes, cependant que les investisseurs peuvent diversifier leurs portefeuilles, que les risques sont plus largement répartis et que les échanges intertemporels- des biens aujourd'hui en échange de biens demain- s'en trouvent favorisée. Plus précisément :

2.4.1.1/ Une meilleure allocation des ressources mondiales :

La possibilité du financement externe permet aux pays d'éviter la contrainte de liquidité.

Ainsi, l'investissement des pays est favorisé. En conséquence, l'accroissement des investissements stimule l'emploi et permet donc d'utiliser le capital humain partout où il se trouve. En d'autres termes, l'accès aux capitaux étrangers permet d'exploiter le potentiel de croissance en investissant dans des projets rentables au-delà de ce qui serait permis par la seule épargne des résidents, qu'il s'agisse des pays qui ont un déficit structurel d'épargne (Amérique latine) ou des pays à forte épargne, mais dont les perspectives de croissance sont plus fortes encore (Asie). De ce fait, la libre circulation des capitaux a permis à certains pays

¹ McCauley, « Flux financiers dans l'Est asiatique depuis la crise de 1997 », Rapport trimestriel du BRI, juin 2003, p44.

émergents de doubler, voire tripler la vitesse de convergence de leurs niveaux de productivité et leurs niveaux de vie au niveau des pays industrialisés.

Toutefois, il faudrait mettre en évidence que la croissance des pays en voie de développement est aussi due à d'autres facteurs.

Enfin, une lecture du rapport sur le développement dans le monde (1999-2000) de la Banque Mondiale nous permet de conclure que la libéralisation des mouvements de capitaux favorise la croissance des pays émergents :

« ... jusqu'au début des années 90, l'allégement des dispositions financières contraignantes était considéré comme un moyen de favoriser la croissance, mais il n'était pas jugé aussi important que les autres facteurs. Ce point de vue est en train de changer à la faveur des recherches menées ces dernières années. On considère à présent que l'expansion des circuits financiers, et notamment l'établissement des marchés boursiers performants, contribue fortement à la croissance future d'un pays, surtout grâce à une meilleure répartition des ressources »¹

Chose que nous n'arrivons pas à la confirmer en examinant les statistiques du FMI telles qu'elles étaient présentées dans le tableau suivant extrait du rapport d'information de la SENAT N°284 rédigé par la commission des finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la nation.

¹ Banque mondiale, Rapport sur le développement dans le monde (1999-2000), Edition Eska, Banque Mondiale, Paris 2000, p60.

TABLEAU 2 : Flux net de capitaux privés et taux de croissance en Asie 1991-1997 (en % du PIB)

	1991	1992	1993	1994	1995	1995	1997
Singapour							
Flux nets de capitaux privés	1.7	-2.7	9.4	2.5	1.3	-10.1	-5.5
Croissance	7.3	6.2	10.4	10.5	8.8	7.0	7.8
Chine							
Flux nets de capitaux privés	1.7	-0.9	4.5	5.6	5.2	4.6	3.7
Croissance	9.2	14.2	13.5	12.6	10.5	9.7	8.8
Thaïlande							
Flux nets de capitaux privés	10.7	8.7	8.4	8.6	12.7	9.3	-10.7
Croissance	8.1	8.2	8.5	8.9	8.7	6.4	-0.4
Indonésie							
Flux nets de capitaux privés	4.6	2.5	3.1	3.9	6.2	6.3	1.6
Croissance	8.9	7.2	7.3	7.5	8.2	8.0	4.6
Corée du sud							
Flux nets de capitaux privés	2.2	2.4	-1.6	3.1	3.9	4.9	2.8
Croissance	9.1	5.1	5.8	8.6	8.9	7.1	5.5
Malaisie							
Flux nets de capitaux privés	11.2	15.1	17.4	1.5	8.8	0.96	4.7
Croissance	8.6	7.8	8.3	9.2	9.5	8.6	7.8
Philippines							
Flux nets de capitaux privés	1.6	2.0	2.6	5.0	4.6	9.8	0.5
Croissance	-0.6	0.3	2.1	4.4	4.8	5.7	5.1

Source : Rapport N°284 de la SENAT (2000), p18.

2.4.1.2/ Répartition optimale du risque et amélioration de l'efficacité du portefeuille :

La notion de diversification est une notion importante qui fait même partie de la sagesse populaire « il ne faut pas mettre tous ses œufs dans un même panier ». C'est un principe fondamental de la gestion de portefeuille. En effet, en adoptant un comportement de diversification optimale, l'investisseur évite une portion de son risque qui est la composante spécifique. Ainsi, grâce à la libre circulation des capitaux, un investisseur peut diversifier son portefeuille sur plusieurs marchés financiers internationaux et faire davantage d'investissements risqués et rentables.

De plus, si ces investissements risqués proviennent de son propre pays, il favorise la croissance nationale.

2.4.1.3/ Suppression (atténuation) des cycles économiques :

En empruntant en période de basse conjoncture pour rembourser en période de surchauffe ni les ménages résidents, ni les entreprises n'ont plus besoin de subir le cycle économique.

2.4.1.4/ Création de nouveaux modes de financement :

Ceux-ci bénéficient tant aux épargnants qu'aux producteurs à la recherche de capitaux :

- élargissement de la gamme des possibilités de placement et de financement ;
- réduction en moyenne du coût de l'intermédiation financière, en raison de l'accroissement des possibilités de ne pas y recourir, de la disparition progressive des rentes de monopole par la concurrence, et la réduction des primes d'illiquidité grâce au développement des instruments financiers négociables.

2.4.1.5/ Exploitation de l'épargne étrangère pour des besoins domestiques :

Par exemple, l'administration Reagan, ayant des déficits élevés, a pu empêcher l'économie américaine de tomber dans une forte récession en empruntant des capitaux à l'étranger.

Les flux internationaux de capitaux ont connu, ces dernières années, un essor considérable, cependant comme nous venons de le voir ils comportent des effets économiques positifs, même s'il faut rappeler que ces derniers ne sont évidemment pas l'unique clé du développement de l'économie. Toutefois, la libéralisation des mouvements de capitaux comporte des risques aussi bien que des avantages et qu'elle a des répercussions profondes sur les politiques que les pouvoirs publics peuvent juger possibles ou souhaitables.

2.4.2/ Les risques de la libéralisation des mouvements de capitaux :

2.4.2.1/ L'imperfection de l'information :

Les détracteurs de l'idée de la libéralisation des mouvements de capitaux avancent ce qui suit :

- Malgré l'internationalisation des flux de capitaux, l'information est toujours loin d'être parfaite, contrairement à ce que certains théoriciens attendaient. L'on peut

même affirmer que son imperfection est justement le gage des profits boursiers, dans la mesure où les intervenants qui peuvent y accéder les premiers prendront les meilleurs positions. Cela dit que les prix des actifs financiers ne correspondent pas à la réalité mais à des anticipations dont le ressort premier est psychologique : au lieu de se fonder sur des éléments rationnels, les anticipations tiennent compte de celles exprimées sur les autres marchés. Ainsi, un titre surévalué continuera de monter et de créer une valeur artificielle dès lors que les opérateurs considèrent que la tendance du marché est à la hausse. La théorie des bulles rationnelles résume cette attitude : il est rationnel de continuer à acheter un titre ou une devise alors même qu'il est trop cher par rapport à sa valeur fondamentale tant que le risque de perte est plus que compensé par le gain en capital susceptible d'être réalisé.

- Le fonctionnement des marchés déréglementés est perturbé par le manque d'information complète, ce qui favorise l'apparition des problèmes liés à l'asymétrie d'information qui se manifestent dans l'antiselection, l'aléa moral et les moutons de panurge.

Les définitions de ces trois notions sont prises de l'étude spéciale du FMI sur la libéralisation financière des mouvements de capitaux :

-L'antiselection :

Sur les marchés financiers, il arrive fréquemment que les prêteurs aient des informations incomplètes sur la solvabilité, ou la qualité de la signature des emprunteurs. Parce que les prêteurs ne sont pas en mesure de bien évaluer la cote de crédit de chaque emprunteur, ils n'acceptent de payer un prix donné pour un titre (c'est à dire de prêter de l'argent à un certain taux d'intérêt) que si ce titre reflète la qualité moyenne des entreprises (ou des emprunteurs) qui émettent des titres. Ce prix est en général inférieur au juste prix du marché pour les entreprises de haute qualité, mais supérieure au juste prix du marché pour les entreprises de faible qualité. Les dirigeants des entreprises de haute qualité, réalisant que leurs titres sont sous-évalués (et que leurs coûts d'emprunt sont donc excessifs), évitent d'emprunter sur le marché.

Les seules entreprises qui souhaitent émettre des titres sont celles dont la qualité est moindre. Comme les entreprises de haute qualité émettent peu de titres, beaucoup de projets potentiellement rentables sont négligés, alors que les projets moins payants ou même perdants des entreprises de piètre qualité finissent par être financés : ce qui signifie que les ressources ne sont pas employées à bon escient.

-L'aléa moral :

Il y a aléa moral lorsqu'une des parties à une transaction est encouragée à en faire porter le coût par l'autre partie, et en a la possibilité. Un propriétaire de logement qui a une assurance incendie fera, par exemple, sans doute moins attention à ne pas fumer chez lui que son voisin qui n'est pas assuré, en sachant que les pompiers, la compagnie d'assurances et, indirectement, les autres souscripteurs d'une police contre l'incendie supportent le coût de son insouciance.

Sur les marchés financiers, lorsque l'information est asymétrique, un créancier ne peut pas vérifier si l'emprunteur investit dans un projet risqué ou complètement sûr, et si l'emprunteur est protégé par un statut de responsabilité limitée ou par d'autres formes de garantie, il peut en résulter une quantité excessive d'investissements dans des projets risqués.

Le cas extrême de l'aléa moral se présente lorsqu'une entreprise ou une banque ayant une valeur nette négative emprunte afin de risquer le tout pour le tout, autrement dit investir dans une entreprise qui peut lui rapporter gros (et donc la sauver de la faillite), avec une faible probabilité de réussite. A terme, les prêteurs finissent par refuser d'accorder du crédit, de sorte que la masse d'argent investie est inférieure à ce que demanderait la logique économique.

-Les moutons de panurge :

Les prêteurs peuvent être portés à se comporter de manière grégaire, c'est-à-dire à suivre aveuglement les actions de ceux qui, pensent-ils, sont mieux informés. Ce type de comportement peut aussi survenir lorsque les investisseurs sont mal renseignés sur les qualités des personnes qui gèrent leurs fonds. Les gestionnaires de fonds moins compétents peuvent ainsi juger bon d'imiter les décisions d'investissement d'autres gestionnaires, dans un effort de dissimuler leurs propres lacunes. Le comportement grégaire peut être rationnel lorsque les bénéfices obtenus par un agent optant pour une certaine ligne de conduite augmentent parce que d'autres agents adoptent le même comportement. Par exemple, il se peut que les cambistes, pris individuellement, soient incapables d'épuiser les réserves de la banque centrale et de forcer la dévaluation de la monnaie, mais si un grand nombre de cambistes vendent simultanément, il se peut que la dévaluation se produise, moyennant quoi le premier agent qui a donné un ordre de vente est récompensé de sa décision.

On constate donc qu'en présence d'informations asymétriques ou incomplètes, les investisseurs peuvent prendre tout à fait rationnellement des décisions qui risquent d'amplifier les mouvements des prix et de précipiter des crises soudaines.

2.4.2.2/ Le développement des circuits criminels :

La mobilité croissante des capitaux comporte des effets positifs (que nous avons vu précédemment), même s'il faut rappeler que cette mobilité des capitaux n'est évidemment pas l'unique clé du développement de l'économie. Si l'on admet que les capitaux extérieurs ont joué un rôle important dans la croissance des pays émergents, force est de constater qu'à plusieurs reprises pourtant, ces capitaux ont aussi fui brutalement certaines places financières et provoqué des crises de liquidité. Cependant, la libéralisation des mouvements de capitaux encourage le développement des circuits criminels, qui sont par nature transfrontaliers. Selon le rapport de la SENAT :

« Les circuits financiers criminels se fondent dans la masse des courants financiers qui accompagnent l'internationalisation des marchés de capitaux. La libéralisation des mouvements de capitaux, la suppression des contrôles des changes, la monnaie unique, destinés à faciliter les flux légaux, facilitent également les flux illégaux, la monnaie unique, en particulier, favorise la discrétion des transactions intra-européennes portant sur des fonds d'origine douteuse (trafic de drogue, d'arme, d'être humains.... »¹

En outre, selon le rapport du FMI (1998) en 1997, le blanchiment d'argent criminel présentait 600 milliards de dollars de flux annuels (soit 2% du PIB mondial). Certains Etats sont des zones privilégiées pour les trafiquants

« Lors d'une réunion internationale tenue à Genève en décembre 1999, le président du SENAT de Haïti mentionnait par exemple que l'essentiel des capitaux investis dans son pays était d'origine douteuse »²

En plus, le développement des circuits financiers criminels rend les pays plus vulnérables aux crises, ainsi tel qu'il a été mentionné dans le rapport de la SENAT (2000) les pays émergents touchés par la crise souffrent en général d'un niveau élevé de corruption, alors que les Etats réputés moins corrompus ont traversé la crise plus facilement. En effet, les circuits financiers criminels ont des effets pervers sur les politiques économiques qui sont d'après le rapport de la SENAT :

- Des mouvements erratiques de taux de change et de taux d'intérêt liés à des transactions financières importantes entre Etats différents, transactions dont les sous-jacents sont criminels et qui ne peuvent être mesurées ;

¹Rapport SENAT, 2000, Op Citée, p21.

²Idem

-
- Une certaine insécurité des transactions légales, dès lors qu'elles peuvent être contaminées par les circuits illégaux ;
 - Des phénomènes de bulles spéculatives sur les marchés d'actifs lors du réinvestissement massif pour blanchiment de fonds d'origine délinquante ;
 - Des changements dans la demande de monnaie sans lien avec les fondamentaux économiques;
 - Des perturbations dans le fonctionnement des finances publiques des Etats, liées à l'évasion et à la fraude fiscale, ainsi qu'à l'absence totale de participation aux charges publiques des fortunes et revenus criminels.
 - Enfin, les circuits criminels échappent, puisqu'ils sont de nature opaque, à la connaissance des organismes chargés de mener les politiques économiques et financières, ce qui peut conduire à des erreurs graves de pilotage. Ils occasionnent aussi de sérieuses pertes d'efficacité des aides financières légales : dans les pays émergents et en développement, une grande partie de l'aide multilatérale subit des fuites dans les circuits de la corruption ou de trafics en tout genre, bien qu'on ne dispose pas de statistiques reflétant leur importance mais on imagine leurs effets pervers.

En résumé, nous pouvons dire que la libéralisation des mouvements de capitaux a catalysé l'accroissement de l'investissement, a accéléré la croissance et a amélioré le niveau de vie dans certains pays. Cependant, l'imperfection de l'information, le développement des circuits criminels et les crises financières représentent les principaux risques de celle-ci. Ainsi, une question mérite d'être posée : serait-il judicieux d'appliquer un contrôle sur les mouvements de capitaux internationaux pour atténuer l'effet négatif de ces derniers sur les économies fragiles et vulnérable ou garder leur libre circulation afin de tirer le maximum d'avantages du libéralisme financier?

2.5/ Le contrôle des mouvements de capitaux : le pour et le contre :

Plusieurs mesures peuvent être mobilisées pour effectuer un contrôle sur les mouvements de capitaux dont on peut citer la célèbre proposition de Tobin (1978)¹ : la faible

¹ Voir Davanne O, « Instabilité du système financier », CAE, la documentation française, Paris 1998.

taxation et les réserves obligatoires non rémunérées sur les crédits externes pratiqués par certains Etats.

Depuis la crise asiatique, la question du contrôle sur les mouvements internationaux de capitaux a fait l'objet d'intenses débats, tant dans le milieu académique que dans les institutions internationales. Pour certains, entre autres McKinnon et Pill (1998) ainsi qu'Eichengreen (1999), les contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux pourraient pallier les insuffisances institutionnelles temporaires dans les pays émergents.¹

Pour d'autres, notamment Dornbush (1998) et Johnston et Otker-Robe (1999), la logique macroéconomique des contrôles et les possibilités de les contourner limiteraient la portée prudentielle d'une telle stratégie.²

Cependant, on distingue ceux qui sont pour de telle stratégie et d'autres qui sont tout à fait contre et qui la jugent inefficace dans une sphère financière libéralisée.

2.5.1/ Les opinions des défenseurs :

La finance libéralisée est un important vecteur de déstabilisation des pays. En effet, elle a permis d'amplifier les mouvements de capitaux internationaux qui ont joué un rôle déterminant dans le déclenchement des crises financières, elle a privé les Etats, dans certains cas, de l'autonomie de leur politique monétaire. De ce fait, l'instauration d'un contrôle sur les mouvements de capitaux internationaux paraît comme solution, d'après certains économistes, au dysfonctionnement de l'architecture financière internationale.

En effet, il est de plus en plus admis que les contrôles pourraient être utiles afin de limiter l'instabilité liée à l'ouverture financière. Le point de vue des institutions internationales –le FMI à leur tête- sur la pertinence des contrôles a très sensiblement évolué depuis 1997.

La motivation conduisant à l'adoption des contrôles de capitaux peut être analysée à travers le triangle d'incompatibilité de Mundell. En effet, d'après Mundell, un pays ne peut pas avoir simultanément une libre mobilité des capitaux, un taux de change fixe (ou fixe mais ajustables) et l'autonomie de sa politique monétaire.

Ainsi la libéralisation des mouvements de capitaux n'est possible que s'il y a abandon de l'autonomie de la politique économique, ou abandon de la fixité des changes.

¹ Allegret J-P et Sandretto R, « La nouvelle architecture du système monétaire international : revenir à l'esprit des lois de Bretton Woods », l'Actualité économique, vol. 76, n° 3, 2000, p. 448.

² Allegret J-P, « Quel rôle pour les contrôles des mouvements internationaux de capitaux dans la nouvelle architecture internationale ? », Economie internationale, la revue du CEPII n°81/1^{er} trimestre 2000, p77.

Dans ce même ordre d'idée Allegret (2002) juge qu'un contrôle des mouvements de capitaux est nécessaire pour cinq raisons :

- Le processus d'intégration financière a profondément modifié le comportement des banques et des investisseurs internationaux, donnant lieu à des vagues alternées, d'entrées et de sorties de capitaux aux effets dévastateurs,
- Le règlement ordonné des crises financières a été rendu plus difficile à obtenir dans le cadre de la finance libéralisée, à la différence de la crise de la dette du début des années 1980, qui concernait un nombre limité d'emprunteurs souverains, les crises récentes des années 1990 mettent en présence un grand nombre d'acteurs privés qu'il est devenu plus difficile de réguler ;
- Les crises ont souvent des causes externes : on sait que celles des pays émergents d'Asie orientale en (1997-1998) s'expliquent en grande partie par l'appréciation du dollar ;
- Les entrées de capitaux causent d'importants déséquilibres macroéconomiques (boom sur le crédit, la consommation, les investissements non productifs), créent des tensions inflationnistes et engendrent des bulles spéculatives. La prévention de tels déséquilibres passe par le contrôle des entrées de capitaux.

En outre, Davanne (1998)¹ avance deux autres avantages au contrôle des mouvements de capitaux :

- Limiter les entrées de capitaux peut répondre au souci de freiner l'appréciation du taux de change dans les phases hautes de la conjoncture ;
- Le contrôle des entrées de capitaux peut également avoir pour objectif de protéger l'économie considérée contre les risques systémiques liés à un retournement brutal du marché international des capitaux.

Cependant, plusieurs chercheurs remettent en cause l'efficacité de ces mesures de contrôle des mouvements de capitaux.

2.5.2/ Les opinions des détracteurs :

L'efficacité des mesures de contrôle des capitaux est très contestée et sont même jugées irréalisables, certains les trouvent utopiques sous prétexte qu'il faudrait qu'elles soient

¹ Davanne O, 1998, Op Citée p92.

adoptées par le monde entier ou du moins par les sept premières places financières mondiales pour qu'elles soient efficace et dissuader la spéculation, d'autres pensent qu'elles risquent soit d'être contournée par l'utilisation des produits dérivés¹ soit de pénaliser les investisseurs animés de bonnes intentions en augmentant le coût de leurs transactions sur une gamme étendue d'instruments financiers, enfin rien ne dit qu'elles seraient un remède aux crises monétaires.

En plus, d'autres auteurs (Landau 1999) remettent en cause la possibilité de fonctionnement même de la taxe Tobin étant donné qu'elle repose sur trois idées fausses à savoir :

- Il est possible de faire la distinction entre les « bons » et les « mauvais » mouvements de capitaux c'est-à-dire entre ceux qui financent et ceux qui déstabilisent. Or, il est impossible de distinguer à priori les mouvements déstabilisants des autres. Il existe de « bons » spéculateurs, qui stabilisent les marchés, et d'autres qui les déstabilisent, tout dépend de leurs motivations et de la manière dont ils décident de leurs positions. Ce n'est pas quelque chose que l'on peut identifier à priori sur la base de critères simples.
- Les mouvements de capitaux déstabilisateurs sont les mouvements à court terme ; certes les crédits bancaires à court terme ont joué un certain rôle dans le déclenchement et la propagation des crises, c'est pourquoi certains pays tentent de limiter les entrées de capitaux à très court terme, mais tous les crédits à court terme ne sont pas nécessairement déstabilisants, il existe, en outre, d'autres mouvements de capitaux beaucoup plus spéculatifs, par exemple certains arbitrages sur les bourses des pays émergents, qui sont, techniquement, des mouvements de capitaux à long terme.
- Il est possible de les dissuader par une taxe de faible montant, qui ne pénaliserait pas les mouvements de capitaux à long terme, or, pour prévenir ou arrêter un grand mouvement spéculatif, il faut des obstacles très élevés, pour freiner des mouvements de grande ampleur, il faut des mesures plus puissantes. En imposant une taxe générale, on prend le risque de bloquer également les mouvements à long terme.

En effet, d'après Kenneth S. Rogoff (2002)² les autorités doivent non seulement être prêtes à intervenir beaucoup dans le système commercial et financier –avec des effets

¹ Les produits dérivés désignent l'ensemble des instruments financiers mis en place sur les marchés à terme, ils servent à protéger les opérateurs contre les risques de variation de taux et de prix.

² Rogoff K.S, « Contrôle des flux de capitaux : Faut-il garder l'esprit ouvert à cet égard ? », Revue Finance et Développement, Décembre 2002, p55.

secondaires fort néfastes- mais doivent aussi être assez disciplinées (ce qui est rarement le cas) pour limiter les entrées excessives de capitaux en phase d'expansion.

En conclusion de cette section, nous pouvons dire que les arguments classiques en faveur de l'ouverture et de la libéralisation des marchés financiers sont multiples : elles favorisent l'affectation plus efficace de l'épargne, de plus vastes possibilités de diversification des risques d'investissement, une croissance plus rapide et une atténuation des cycles conjoncturels. Cependant, plusieurs conditions importantes doivent être remplies pour maximiser les avantages découlant des investissements étrangers et limiter les risques liés à la libéralisation des mouvements de capitaux. Des politiques macroéconomiques prudentes et des régimes de change appropriés sont nécessaires. Un solide système bancaire national, des marchés d'actions efficaces et un bon gouvernement d'entreprise sont également indispensables de même que l'élimination des distorsions liées aux aides et aux garanties publiques. Faute de quoi, les pays qui s'ouvrent aux entrées de capitaux deviennent, en cas de retournement de la confiance des investisseurs, vulnérables à leur sortie massive, ce qui risque d'entraîner une forte dépréciation de leurs monnaies, une déstabilisation de leurs systèmes financiers et une sérieuse dégradation de leurs résultats économiques : un scénario parfaitement joué par certains pays émergents ces dernières années. Conscients de cette éventualité, le comité intérimaire, organe directeur du FMI, puis les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Sept ont souligné, à l'automne 1998, que la libéralisation des mouvements de capitaux doit s'effectuer de manière ordonnée, graduelle et bien enchaînée.

Conclusion du chapitre II :

La plupart des pays en développement ont mis en place des politiques de libéralisation visant à accroître leur compétitivité et à affronter les vents de la concurrence internationale.

Le «consensus de Washington » préconise ainsi un désengagement de l'État, une ouverture extérieure, le respect des grands équilibres financiers, l'appel aux capitaux étrangers.

En effet, depuis les années 70, les réformes économiques ont progressivement transformé les systèmes financiers partout dans le monde et entraîné une extraordinaire expansion du rôle des forces du marché dans la formation des prix et l'affectation des ressources financières.

Cette nouvelle économie financière a vu éclore toutes sortes de nouveaux instruments financiers qui désigne habituellement la révolution des technologies de l'information et des télécommunications (TIC) et la formidable amélioration de la productivité et du bien-être qui en découlent.

Elle se caractérise aussi par une mondialisation rapide et un degré d'intégration sans précédent des marchés de capitaux internationaux.

Il y a de fortes chances pour que l'intégration soit de plus en plus poussée à mesure que la révolution financière se poursuit.

La nouvelle économie financière engendre d'énormes bénéfices, tant pour les ménages que pour les entreprises.

Par exemple, les particuliers qui épargnent en vue de leur retraite ou les caisses de retraite qui gèrent les cotisations des entreprises et de leurs salariés ont une palette bien plus large de choix de placements entre des actifs nationaux ou internationaux, ce qui leur permet d'obtenir de meilleurs taux de rendement.

Les ressources financières sont donc investies plus efficacement, d'où une croissance économique plus forte et de plus hauts niveaux de la vie pour tous.

C'est pour recueillir ces bénéfices que tant de pays ont libéralisé leurs systèmes financiers et démantelé les restrictions aux mouvements des capitaux.

Cependant, cette vision optimiste des choses a été rapidement remise en cause, lorsqu'un grand nombre de pays en développement a été touché par des crises bancaires et financières.

Ainsi, notre prochain chapitre se propose d'étudier le lien entre la libéralisation financière et les crises bancaire.

Chapitre III :

Libéralisation financière, crises bancaires et croissance économique

Introduction au chapitre III:

La libéralisation financière s'est traduite par plusieurs phénomènes comme cela a été développé dans le chapitre précédent.

Cette libéralisation qui a elle commencé au milieu des années 70, a connu une accélération à la fin des années 80.

En fait, l'ouverture financière des pays émergents et en voie de développement, ne se présente plus aujourd'hui comme un choix mais plutôt en tant qu'obligation étant donné la libéralisation rapide des systèmes financiers des pays industrialisés et de l'impact de cette libéralisation sur le processus de globalisation financière.

Un constat cependant s'impose : tous les pays qui ont libéralisé leurs secteurs financiers ont connu des crises bancaires.

Il a été constaté qu'une libéralisation financière prématurée et mal maîtrisée figure comme l'un des facteurs majeurs derrière la montée de l'instabilité financière et surtout celle des banques dans les pays en développement. En effet, le danger devient encore plus grave lorsque l'ouverture financière n'est pas précédée par des réformes macro-économiques et se fait d'une manière mal ordonnancée.

L'objectif de ce chapitre est de mettre en exergue la relation qui existe entre la libéralisation financière et l'apparition des crises bancaires dans les pays en développement. Pour ce faire, une première section traitera de la question des crises bancaires. Dans une deuxième section, nous allons étudier la relation qui existe entre la mise en place d'un processus de libéralisation financière et l'apparition des crises bancaires récentes ainsi que les principales leçons à tirer. Enfin, dans une troisième section nous examinerons les canaux de transmission à travers lesquels la libéralisation financière affecte la croissance économique.

Section1 : Origines et conséquences des crises bancaires

La montée de l'instabilité financière est l'un des faits marquants des années 90. Les crises bancaires sont la forme la plus spectaculaire de cette instabilité.

Honohan (1997)¹ signale que les deux tiers des pays membres du FMI ont été frappés par des crises bancaires graves qui ont entraîné des pertes cumulées supérieures à 250

¹ Plihon et Miotti, « Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires », Revue Economie Internationale, n° 85, 1er trimestre 2001, p4.

milliards de dollars. Par ailleurs, plus de 130 pays, ce qui représente les trois quarts des pays membres du FMI, ont connu des dysfonctionnements bancaires significatifs.

En effet, la littérature des crises bancaires s'est développée au cours de la seconde moitié des années 90, suite à la propagation des faillites bancaires et déséquilibres financiers dans le monde et dont la gravité est sans précédent.

Pour une meilleure compréhension de ce phénomène, il est important d'élucider les sources profondes de ces crises et leur impact sur le secteur bancaire.

1.1/ Définition des crises bancaires :

Définir une crise n'est pas une chose facile dans la mesure où les crises bancaires des années 90 étaient de plus en plus hétérogènes et présentaient des spécificités différentes rendant l'adoption d'une définition universelle très délicate.

Caprio et Klingebiel (1996) définissent les crises bancaires comme étant une situation où les banques, placées devant le risque des retraits en masse et de la faillite, suspendent la convertibilité interne de leurs engagements ou lorsque l'Etat, afin d'éviter cette situation, est contraint d'intervenir au moyen d'une aide massive.

Demirgüç-Kunt et Detragiache (1997)¹ définissent notamment une crise bancaire lorsque l'une des conditions suivantes est satisfaite :

- Le ratio des créances douteuses par rapport au total des actifs est supérieur à 10% ;
- Le cout des opérations de sauvetage du système bancaire dépasse au moins les 2% du PIB ;
- Les difficultés du système bancaire se traduisent par une nationalisation massive des banques ;
- Des faillites bancaires ont lieu et des mesures d'urgence telles que la garantie des dépôts sont mises en place par les autorités pour répondre à la crise.

Aussi, Ben Gamra et Plihon définissent une crise bancaire :

« comme une situation dans laquelle les banques font face à une accumulation de crédits non-performants et de créances douteuses. Elles rencontrent des problèmes financiers graves, qui entraînent une vague de retraits massifs de dépôts, de fermetures prolongées des banques, de paniques ou de faillites bancaires, et qui impliquent un large mouvement de prise

¹ Sa S, « Flux de capitaux et dynamisme du crédit dans les pays émergents », Banque de France, Revue de la stabilité financière, n°9, décembre 2006, p56.

en charge par l'Etat, de garanties publiques généralisées sur les dépôts ou de nationalisation des banques. Deux formes de crises bancaires sont distinguées, les crises systémiques ou crises profondes, et les crises non-systémiques ou crises ponctuelles. Les crises systémiques correspondent à une situation de défaillances concernant une grande partie du secteur bancaire, ou certaines banques détenant une part importante des actifs du système financier. Alors que les crises non-systémiques se définissent comme des difficultés financières circonscrites à quelques banques de petite et moyenne taille. »¹

En parlant des crises bancaires, Naamane (2003) note :

« Les crises bancaires arrivent lorsque le système bancaire accumule des fragilités qui peuvent être d'ordre conjoncturelle (problème de liquidité...) ou encore plus graves comme des problèmes structurels (défaillance au niveau du bilan...) qui peuvent se matérialiser par les faillites de certaines banques (ou de la majorité des banques) et des retraits massifs d'argent des déposants ce qui pousse les banques à suspendre la convertibilité interne de leur engagement et contraint les autorités monétaires à intervenir pour éviter l'effondrement du système financier. »²

Toutefois, certains économistes ont fait la distinction entre fragilité financière et crises. Bell et Pain (2002)³ insistent sur le fait que la fragilité peut être envisagée comme étant une des caractéristiques qui peuvent être liée à la structure du système financier, alors que les crises sont nées suite à l'interaction entre cette fragilité et des chocs exogènes.

1.2/ Les origines des crises bancaires :

Dans une économie d'endettement, le rôle que joue les banques dans le financement de l'activité économique est très important voire même primordial. De ce fait, toute anomalie qui touche le système bancaire peut entraîner des graves conséquences sur la croissance économique au sein des pays en développement. Généralement, la banque peut être exposée à plusieurs types de risque :

a/ Risque de contrepartie ou de crédit :

La libéralisation financière et l'existence d'assurance dépôts peuvent inciter les banques à une prise de risque excessive (problème d'aléa de moralité) ce qui induit un boom des crédits (côté actif du bilan).

¹ Ben Gamra S & Plihon D, 2007, Op Citée, p9.

² Naamane, 2003, Op Citée.

³ Ben Salha O, 2006, Op Citée, p18.

Selon J.Bessis :

*« le risque de contrepartie désigne le risque de défaut des clients, c'est-à-dire, le risque des pertes consécutives au défaut d'un emprunteur face à ses obligations »*¹

Sylvie de Coussergues définit le risque de crédit comme étant :

« Il s'agit d'un risque inhérent à l'activité d'intermédiation traditionnelle et qui correspond à la défaillance de la contrepartie sur laquelle une créance ou un engagement est détenu. De ce fait, la banque subit une perte en capital (créance non remboursée) et en revenu (intérêts non perçus), perte qui est considérablement plus importante que le profit réalisé sur cette même contrepartie non défaillante. Dans ce risque, également désigné sous l'appellation de risque de crédit ou de risque de signature, on inclura le risque-pays ».²

Ce risque de contrepartie ou de crédit est le premier des risques auquel est confronté un établissement financier. Il est dû à la défaillance possible des agents avec lesquels elles se sont engagées et qui constituent les contreparties. Une telle défaillance peut se traduire par le non remboursement de crédits par des emprunteurs privés nationaux en difficulté ou par le non transfert du remboursement des crédits accordés en devises à des non résidents.

L'exposition au risque de crédit est mesurée par les montants susceptibles d'être perdus en cas de défaut :

- Pour les opérations de bilan, le défaut de contrepartie conduit à une perte du capital de l'opération et à la perte des intérêts dus à la rémunération des prêts.
- Pour les opérations de hors bilan, le risque représente de coûts estimés du remplacement de la garantie précédemment obtenue par les lignes de hors bilan.

b/ Risque de liquidité :

Selon J.Bessis :

*« le risque de liquidité est celui de disposer de liquidités bancaires insuffisantes c'est-à-dire les actifs liquides disponibles ne semblent pas suffisant pour faire face à des besoins inattendus. Dans cette optique la liquidité est plutôt un coussin de sécurité pour gagner du temps en présence de difficultés »*³

Selon Sylvie de Coussergues :

« Il s'agit également d'un risque inhérent à l'activité d'intermédiation traditionnelle puisque le terme des emplois est toujours plus long que celui des ressources, surtout lorsqu'il

¹ Bessis J, « Gestion des risques et gestion Actif-Passif des banques », Edition Dalloz, 1995, p15.

² De Coussergues S, « Gestion de la banque », Edition DUNOD, Paris, 2005, p105.

³Bessis J, 1995, Op Citée, p16-17.

s'agit de dépôts de la clientèle. La banque incapable de faire face à une demande massive et imprévue de retraits de fonds émanant de sa clientèle ou d'autres établissements de crédits est dite illiquide »¹

En effet, il est lié à la possibilité de retraits massifs de fonds auprès de la banque de la part des déposants, ce qui a pour conséquence la baisse des dépôts bancaires. Plus précisément, le risque survient lorsque la banque, et face aux retraits massifs des dépôts, se trouve incapable de préparer les fonds nécessaires.

c/ Risque de taux :

La solvabilité d'une banque dépend de sa capacité à couvrir ses charges et à dégager un profit (qui est fonction de la marge d'intérêt courante).

C'est le risque de perte représenté par une variation des taux d'intérêt appliqué aux emplois et aux ressources. Il provient de l'éventualité d'une baisse de rentabilité induite par la variation des taux d'intérêt. Ce risque peut notamment se manifester à l'occasion d'opérations de transformation lorsque les banques financent des crédits de long terme à taux fixe par des ressources de court terme dont le taux d'intérêt s'accroît soudainement. Il touche également les portefeuilles de titres que possèdent les banques et dont la valeur peut varier brutalement à la suite d'une modification des taux d'intérêt.

d/ Risque de change :

Il correspond au risque de perte sur des opérations effectuées sur des devises. C'est le risque d'observer des pertes à cause des évolutions des taux de change. La position de change est définie comme la quantité de monnaie détenue ou cédée, exprimée dans une devise distincte de la monnaie locale.

« On notera que risque de change et risque de taux sont imbriqués puisque dans une opération de change à terme, l'achat ou la vente au comptant de devises, première étape de l'opération, donne naissance au risque de change et que le placement des francs ou devises sur le marché de capitaux, deuxième étape, donne naissance à un risque de taux. »²

¹ Sylvie de Coussergues 2005, Op Citée, p107.

² Sylvie de Coussergues, « Gestion de la banque », Edition DUNOD, Paris, 1996, p101

e/ Risque d'insolvabilité :

« Le risque d'insolvabilité est celui propre à la banque et concerne la survie de l'entreprise bancaire »¹

Il s'agit du risque de ne pas disposer des fonds propres suffisants pour absorber des pertes éventuelles.

« Il est en général la conséquence de la manifestation d'un ou plusieurs des risques ci-dessus et que la banque n'a pu prévenir. On constate de même que l'insolvabilité d'une banque débute classiquement par une crise de liquidité car dès que les marchés commencent à se défier d'un établissement sur la foi d'informations vérifiées ou non sur des pertes élevées, celui-ci ne peut plus se refinancer »²

f/Le hasard moral :

Une confiance trop grande dans la capacité du système bancaire à pouvoir recourir à des secours extérieurs est un des facteurs théoriques les plus importants de déclenchement des crises bancaires.

g/Le risque de détournement de fonds :

La fraude est d'autant plus probable que l'Etat de droit est faible. Ce type de risque est considéré comme une des principales causes de certaines des plus grandes crises bancaires (la crise des Caisses d'Epargne aux Etats-Unis).

De ce fait, les crises bancaires peuvent être d'origines diverses ; c'est d'ailleurs ce qui rend la prévention et la gestion difficiles. Selon Icard (2002), les origines des crises bancaires peuvent être classées en trois catégories :

- Celles qui relèvent directement de la situation macroéconomique ;
- Celles qui relèvent plutôt des structures financières ; et
- Celles qui relèvent des compétences des superviseurs.

1.2.1/ Causes liées à la situation macroéconomique :

En parlant de ce type de facteurs, Icard (2002) note :

¹Idem, p101.

² Sylvie de Coussergues, 2005, Op Citée, p109.

« Par la nature de leur activité, les banques sont particulièrement sensibles aux conditions macroéconomiques dans lesquelles elles opèrent et plus encore aux changements affectant ces conditions. La qualité des crédits qu'elles accordent et les flux de revenus qu'elles en tirent dépendent largement de la situation financière de leurs clients, elle-même largement influencée par la conjoncture économique. En général, les banques empruntent à court terme et prêtent à plus long terme ; elles sont donc très sensibles à la structure des taux et à ses changements. Enfin, les dépôts qu'elles collectent peuvent donner lieu à des demandes de remboursement instantanées, ce qui rend le système bancaire vulnérable aux retraits de masse provoqués par une perte de confiance collective sur la marche de l'économie.»¹

La volatilité macroéconomique observée dans les marchés émergents peut dériver de plusieurs sources, interne qu'externe.

1.2.1.1/ Facteurs internes de volatilité macroéconomique :

Sur le plan domestique, le taux de croissance ainsi que l'inflation ont été souvent très volatiles. Par la suite, évaluer les risques du crédit, lorsque ces deux variables fluctuent largement, peut devenir une tâche difficile. Par exemple, l'historique d'une compagnie (ou encore sa notoriété) ne peut pas être un bon guide quand à sa performance dans un environnement caractérisé par une fluctuation du taux de l'inflation.

Caprio et Klingebiel (1996)² affirment que la volatilité du taux de croissance économique et de l'inflation était la caractéristique de plusieurs pays en développement entre 1960 et 1994, période pendant laquelle un nombre important de ces pays sont passés par des crises bancaires systémiques.

Hausmann et Gavin (1998)³ concluent aussi que la volatilité du taux de croissance du PIB dans les pays latino-américains a été environ deux fois plus importante que celle de pays industrialisés pendant les deux dernières décennies. Toutefois, il est communément admis que les pays dont l'environnement macroéconomique est le moins stable sont ceux qui connaissent la plus grande volatilité des dépôts et des crédits bancaires.

¹ Icard , « Stabilité financière et contrôle prudentiel », préparé au colloque BEAC du BRI sur "Rôle et fonction d'une banque centrale à l'ère de la globalisation", Liberville, 2002, p2,3.

² Ben Salha, 2006, Op Citée, p20.

³ Idem.

1.2.1.2/ Facteurs externes de volatilité macroéconomique :

Quand aux facteurs externes, trois types de chocs peuvent influencer considérablement sur le degré de volatilité de l'économie :

-Le changement de tendance en matière des taux d'intérêt internationaux : Non seulement ce facteur affecte le coût de l'emprunt pour les pays en développement, mais il exerce un effet direct sur les mouvements internationaux des capitaux. Ce facteur a joué un rôle primordial dans le développement excessif du crédit dans plusieurs pays asiatiques durant les années 90, suivi d'une crise financière à partir de 1997 quand les flux de financement extérieurs se sont inversés.

En effet, l'évidence empirique suggère que les changements des taux d'intérêt internationaux peuvent expliquer entre une moitié et deux tiers les mouvements internationaux des capitaux en direction des pays en développement pendant les années 90.

Par exemple, les pays latino-américains ont vu les afflux de capitaux privés se déplacer de presque 6 % du PIB en 1981 à pratiquement rien entre 1983 et 1990, pour atteindre 4% en 1991, et entre 5 % et 6% sur la période 1993-1995.

-Les fluctuations des termes de l'échange : Lors de la détérioration des termes de l'échange, un grand nombre d'emprunteurs vont se trouver dans une situation d'incapacité d'honorer leurs engagements.

Caprio et Klingebiel¹ concluent en 1996 que 75% des pays en développement constituant leurs échantillons et qui sont passés par des crises bancaires ont souffert d'un déclin de leurs termes de l'échange d'au moins de 10% (avec une chute moyenne de 17%).

Kaminsky et Reinhart (1995)² affirment que la détérioration des termes de l'échange est l'un des indicateurs qui précèdent l'apparition des crises bancaires.

De même, Haussmann et Gauvin (1996)³ estiment que l'écart type de changements dans les termes de l'échange dans les pays émergents latino-américains est en moyenne deux fois plus important que celui enregistré dans les pays industrialisés pendant les 20 dernières années.

Particulièrement, les effets de la détérioration des termes de l'échange sont d'autant plus importants dans les petites économies, caractérisées essentiellement par une forte concentration d'exportation et une faible diversification de l'industrie.

¹ Driri K, 2009, Op Citée, p25.

² Idem.

³ Ben Salha O, 2006, Op Citée, p21.

-La volatilité du taux de change réel : Ceci peut être derrière l'apparition de plusieurs difficultés pour les banques que ce soit directement (quand une partie remarquable de leurs dettes impayées est effectuée en devises étrangères et que le taux de change domestique a tendance à se déprécier) ou indirectement (quand la volatilité du taux de change crée des grandes pertes pour les emprunteurs de la banque).

Kaminsky et Reinhart (1995)¹ affirment que la forte volatilité du taux de change réel est l'un des indicateurs typiques qui précèdent l'apparition d'une crise bancaire dans les pays en développement. Ceci est peut être expliqué par la baisse de la profitabilité des exportateurs, ce qui peut être derrière leur incapacité d'honorer leurs engagements vis-à-vis de la banque.

Hausmann et Gavin (1995)² concluent que la volatilité du taux de change réel de 22 pays en développement latino-américains a été environ trois fois plus importante que celle enregistrée dans les pays industrialisés pendant les deux dernières décennies. En effet, avec le développement des liens internationaux, les pays à régime de change fixe sont de plus en plus exposés à la volatilité des flux de capitaux, d'où un taux flexible offre une meilleure protection contre les chocs extérieurs tout en conférant une plus grande indépendance à la politique monétaire.

1.2.2/ Causes d'instabilité liées aux structures financières :

La littérature économique suggère que les crises bancaires sont souvent apparues dans les économies caractérisées par des structures inadaptées aux conditions d'exercice de l'activité financière. Les problèmes fréquemment rencontrés sont liés à l'inadaptation du cadre institutionnel, au manque de préparation face à une ouverture financière sur l'extérieur ou encore à une intervention des pouvoirs publics dans l'activité des banques.

1.2.2.1/ Inadéquation du cadre institutionnel :

Le cadre institutionnel dans lequel opèrent les banques influence considérablement leur activité et leur solidité. Du moment où la structure institutionnelle dans laquelle fonctionne la banque est mal contrôlée, ceci peut agir défavorablement sur sa performance.

Ainsi, la clarté du statut légal des banques, des opérations qu'elles peuvent faire et des outils financiers à leur disposition représente un élément majeur du bon fonctionnement du système financier. De même, le cadre dans lequel les superviseurs peuvent agir, exercer leurs contrôles, juger les risques encourus constitue un bon indicateur de la stabilité financière.

¹ Ben Salha O, 2006, Op Citée, p22.

² Idem.

En effet, ni les investisseurs privés (actionnaires, déposants...), ni les superviseurs bancaires ne peuvent différencier les bonnes banques des mauvaises sans une bonne information sur la situation financière de celles-ci ainsi que de leurs clients. Or, une étude récente du Comité de Bâle a indiqué que 20% de pays ne consolident pas encore les informations financières et prudentielles relatives au fonctionnement de leurs systèmes bancaires.

1.2.2.2/ Préparation insuffisante du secteur financier au processus de libéralisation :

En parlant des crises financières des années 90, Plihon et Miotti (2001) affirment :

« ...Ces travaux (les travaux se référant à l'étude des crises financières) montrent l'existence d'une relation entre les crises bancaires et financières et les politiques de libéralisation financière, souvent radicales, menées dans les pays émergents. »¹

Kaminsky et Reinhart (1996)² ont réalisé une importante étude empirique couvrant 20 pays en développement. Ils concluent qu'à la suite du mouvement général de libéralisation financière dans le monde, le nombre de crises bancaires a fortement augmenté, et que sur les 25 crises bancaires qu'ils ont pu détecter dans leur échantillon, 18 d'entre eux ont été précédées par une libéralisation du secteur financier pendant les cinq années antérieures.

De même, Demirgüç-Kunt et Detragiache (1998)³ ont mené une étude sur 53 pays au cours des années 1980-1995. Ils aboutissent au résultat selon lequel la libéralisation financière augmente la probabilité des crises bancaires. Ils justifient cela par le fait que la libéralisation financière peut provoquer, au moins dans la phase de transition, une plus grande volatilité des taux d'intérêt et une déformation de la structure des taux qui peut surprendre les banques habituées à des taux d'intérêt réglementés. En plus, les crises bancaires s'expliquent en grande partie par une libéralisation financière insuffisante car le maintien des interventions publiques sous différentes formes est à l'origine d'un aléa de moralité empêchant la discipline de marché de jouer son rôle. Cet aléa de moralité peut être derrière l'apparition de quelques comportements et pratiques du côté des banques, particulièrement la prise de risque excessive et le comportement spéculatif.

¹ Plihon et Miotti, 1er trimestre 2001, Op Citée, p1

² Ben Salha O, 2006, Op Citée, p23.

³ Idem.

1.2.2.3/ Intervention des pouvoirs publics dans le fonctionnement des banques :

Comme on l'a déjà vu, l'intervention du gouvernement dans l'activité des banques est une des caractéristiques principales d'une économie financièrement réprimée (qui est d'ailleurs la situation dans la majorité des pays en développement). Ceci se traduit particulièrement par le maintien d'une politique de sélectivité des crédits. Ainsi, des projets jugés prioritaires et peu rentables seront préférés à d'autres plus rentables. Toutefois, une insuffisante attention portée à la qualité des crédits consentis, peut transformer les financements bancaires en véritables subventions gouvernementales vers des secteurs peu performants.

Une telle intervention des pouvoirs publics peut entraîner des conséquences néfastes tant sur la croissance économique (vu que les projets financés sont peu ou pas performants) que sur la solidité et la rentabilité du système bancaire (à travers la détérioration des résultats à cause du financement des projets risqués).

Ce fut le cas, par exemple, des prêts aux entreprises pétrolières à la fin des années 70, un changement de conditions économiques peut provoquer un effondrement de ce secteur et avoir des graves répercussions sur les banques qui lui ont prêté massivement.¹

1.2.3/ Causes liées aux compétences des gestionnaires :

Particulièrement, deux types de risques peuvent être détectés : la concentration du risque de crédit et la mauvaise gestion.

1.2.3.1/ La concentration du risque de crédit :

Selon Icard (2002), « *un tel phénomène peut être le résultat, soit de crédits de complaisance à des clients en lien institutionnel ou informel avec la banque, soit, dans les pays émergents, de crédits consentis aux rares industries exportatrices du pays. La faillite d'un faible nombre d'emprunteurs ou le déclin d'un secteur important de l'économie peut alors conduire à des pertes importantes* ». ²

1.2.3.2/ La mauvaise gestion :

Assurer une bonne gestion des crédits et des risques internes de la banque a été toujours la tâche des directeurs. Ainsi, une mauvaise et faible gestion est souvent considérée comme la cause principale de l'échec d'une banque.

¹Hermosillo G, « Crises bancaires : se doter d'indicateurs d'alerte avancées », Revue Finances et Développement, Juin 1999, p37.

² Icard , 2002, Op Citée, p6

Toutefois, n'oublions pas le rôle qu'a joué la contagion dans la transmission des crises bancaires d'une économie à une autre vu l'augmentation brutale de l'interdépendance des économies et la prédominance du phénomène de la globalisation financière.

En fait, le terme « contagion » est de plus en plus utilisé dans les travaux s'intéressant à l'étude des crises financières. Mais la définition de ce phénomène reste très controversée. La littérature existante s'accorde à définir la contagion comme l'avènement d'une crise dans un pays simplement en réponse à une crise dans un autre pays¹.

González-Hermosillo (1999), en parlant du phénomène de la contagion, avance que:

*« Il y a contagion dans un système bancaire lorsque les problèmes d'une banque ont des effets défavorables sur d'autres banques, financièrement saines. Ce phénomène peut notamment se traduire par une ruée sur les dépôts bancaires et un affaiblissement du système dû à la réaction moutonnaire des banques, qui pourront accroître leurs risques parce que d'autres le font. Les banques peuvent adopter ce comportement pour maintenir leur part du marché ou pour ne pas être distancées par les banques concurrentes qui leur semblent mieux informées qu'elles. »*²

Toutefois, pendant les années 90, un nombre important de pays en développement a été touché par des graves crises de change ayant pour conséquence l'entrée de ces pays dans une phase de récession et de ralentissement de l'activité économique. De même, certaines économies ont été frappées par des crises de change et des crises bancaires pendant la même période, on parle dans ce cas de crises jumelles (The twin crises). La combinaison entre une crise bancaire et une crise de change peut avoir des graves conséquences tant sur l'activité économique que sur le fonctionnement du système bancaire. En fait, ce phénomène de crise jumelle a frappé surtout les économies nouvellement libéralisées.

Hutchison et Glick (1999)³, en menant une étude sur 90 pays développés et en développement, concluent que la libre circulation des capitaux combinée avec la libéralisation du système financier interne augmentent la probabilité de l'apparition des crises jumelles, et que cette probabilité est plus importante dans les pays en développement que dans les pays développés. Toutefois, il est communément admis que la survenance des crises bancaires est un bon indicateur des crises de change dans les économies émergentes. La réciproque n'est pas toujours vraie puisque dans certains cas le système financier peut passer par des crises bancaires sans pour autant être frappé par des crises de change.

¹ Marzouki, « Contagion: Définitions et méthodes de détection », Centre d'économie de Paris Nord, 2004, p4.

² Hermosillo G, Juin 1999, Op Citée, p37.

³ Ben Salha O, 2006, Op Citée, p24.

Comparativement aux crises des décennies antérieures, la séquence causale des crises tend à s'inverser, comme l'ont noté Kaminsky et Reinhart (1996) :

« Lors des crises financières antérieures, les difficultés bancaires apparaissaient généralement comme l'aboutissement des crises de change, alors qu'elles constituent plus fréquemment le point de départ des crises des années 1990. Ces crises des années 1990 semblent donc constituer une nouvelle génération de crise, dans la mesure où elles ne sont plus des crises de la dette (provoqués par une incapacité à assurer le service de la dette). Il s'agit au contraire de crises "post-dette", liées à la volatilité des mouvements internationaux de capitaux »¹

1.3/ Les conséquences des crises bancaires :

Caprio et Klingebiel (1996)² ont tracé un tableau complet sur les crises bancaires dans les pays en développement et les pays développés. D'après ces deux auteurs, à l'exception de l'Espagne pour la période de 1977-1985, aucun pays industrialisé n'a été touché par des crises bancaires dont le coût a été supérieur à 10% du PIB, que ce soit en Finlande (1991-1993 : 8%) en Suède (1991 : 6%), Norvège (1987-89 : 4%) ou aux États-Unis du début des années 90 (qui n'a pas eu d'effet supérieur à 3% du PIB).

En revanche, dans les pays moins développés, des crises bancaires, dont le coût représente plus d'un quart du PIB annuel, ne sont pas rares (Argentine, Chili, Côte d'Ivoire) et le seuil des 10% est souvent dépassé (Venezuela : 18%, Mexico : 15%, Bulgarie : 14%, etc.). Toutefois, les coûts que produisent les crises bancaires comprennent, à part ceux engendrés par les faillites bancaires, ceux engagés par l'État pendant l'opération de sauvetage des banques en difficulté.

Le montant moyen des sommes engagées par les États pour venir en aide aux banques en détresse est important, puisqu'il a été évalué, selon une étude de Honohan et Klingebiel (2000)³ qui porte sur trente-quatre pays développés, en développement, et en transition sur la période 1970-2000, à 12,8 % du PIB. Ce coût est encore plus élevé pour les pays en développement, puisqu'il a atteint 14,3 %.

¹ Sandretto, 2002, Op Citée, p5.

² Driri K, 2009, Op Citée, p31.

³ Idem, p32.

De même, Lindgren, Garcia, et Saal (1996)¹ concluent que les épisodes de fragilité dans les secteurs bancaires des pays en développement ont été fort nuisibles à la croissance économique.²

Honohan et Klingebiel (2000)³ ont cherché à déterminer le comportement de certaines variables macroéconomiques avant et après l'occurrence des crises bancaires (Graphique 2). (T) représente l'année pendant laquelle le système bancaire a été touché par une crise bancaire. Les valeurs représentent les moyennes annuelles et sont observées sur une période de sept ans (trois ans avant la crise, trois ans après la crise et l'année de la crise).

Comme le montre le graphique suivant, les flux de capitaux en destination des pays émergents ont suivis un rythme croissant pour atteindre sa valeur maximale (3% du PIB) une année avant le déclenchement de la crise. Ceci peut être expliqué par l'entrée massive des flux de capitaux de court terme suivi par une chute brutale.

Au moment du déclenchement de la crise, la situation des pays émergents d'Amérique Latine était très grave puisque les flux de capitaux représentent -1 % du PIB (c'est-à-dire un reflux de capitaux). Ceci affirme l'idée selon laquelle les reflux massifs de capitaux ont joué un rôle important dans le déclenchement de la crise bancaire des années 90.

Ces reflux massifs des capitaux étrangers ont eu un impact sur la quantité des réserves internationales déjà en baisse. En fait, le taux de croissance de ces réserves a subi un déclin important pour atteindre des niveaux négatifs en (T) (à cause de la sortie des capitaux).

Les dépôts bancaires, après avoir atteint un taux de croissance maximum de 8 % du PIB pour la totalité des pays émergents deux ans avant la crise, commencent à subir la baisse. Ceci peut représenter un bon indicateur de l'arrivée d'une période de fragilité bancaire, puisque l'existence des prêts non performants conjuguée avec des problèmes de liquidité se trouvent derrière la baisse des dépôts.

Le taux de change subissait, jusqu'à deux ans avant la crise, une appréciation pour se déprécier par la suite d'une façon graduelle jusqu'au moment du déclenchement de la crise bancaire. Ceci peut perdre l'économie sa compétitivité et surtout les exportations.

Par la suite, le taux de croissance du PIB subit lui aussi une diminution continue entre (T -2) et (T), pour reprendre ensuite son rythme et revenir à sa situation initiale après environ trois ans. La banque centrale, face à cette détérioration de la situation des banques va jouer le rôle de prêteur en dernier ressort et ceci en injectant de la monnaie. En fait, cette réaction s'est

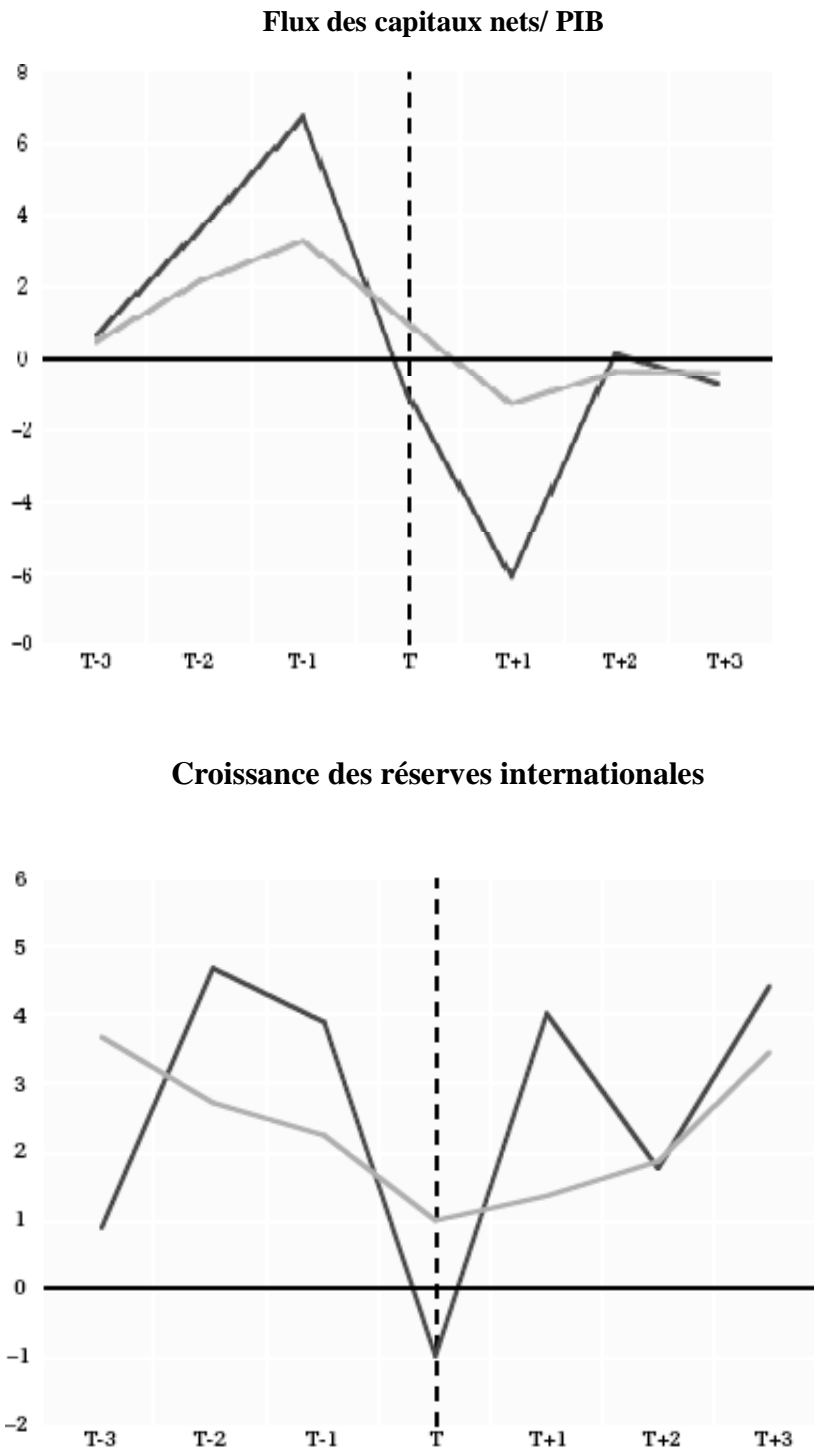
¹ Ben Salha O, 2006, Op Citée, p25.

² Une étude menée sur 76 pays développés et en développement entre 1974 et 2001 montre que les crises financières ont tendance à ralentir la croissance économique de 1% en moyenne chaque année.

³ Ben Salha O, 2006, Op Citée, p26.

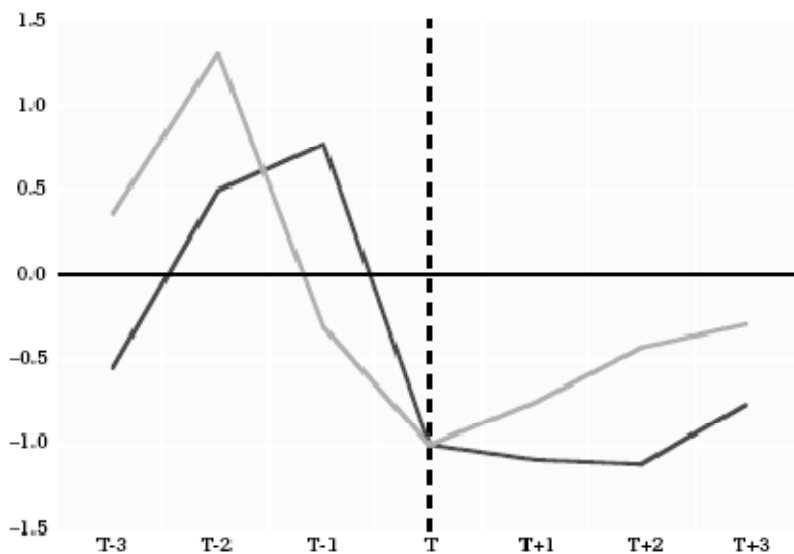
déclenchée deux ans avant l'arrivée de la crise et se poursuit jusqu'à (T+2), et ceci pour arrêter la faillite qui touchait le système bancaire.

Graphique 2 : Comportement de quelques variables avant et après les crises bancaires

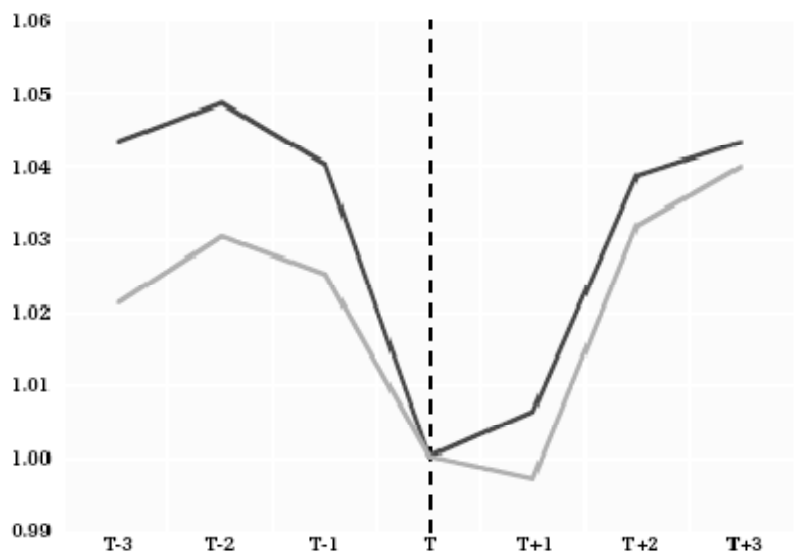


Source : FMI et Banque Mondiale extrait de Ben Salha O, 2006, Op Citée, p 27.

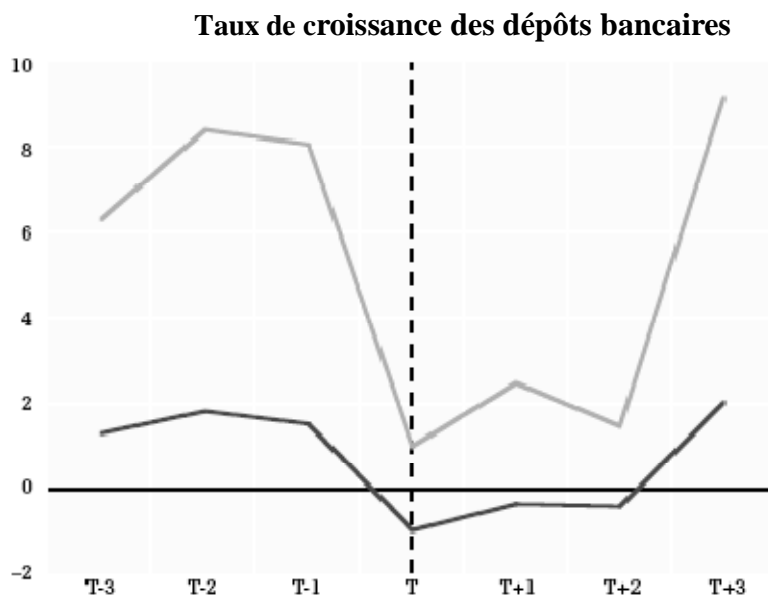
Dépréciation annuelle du taux de change



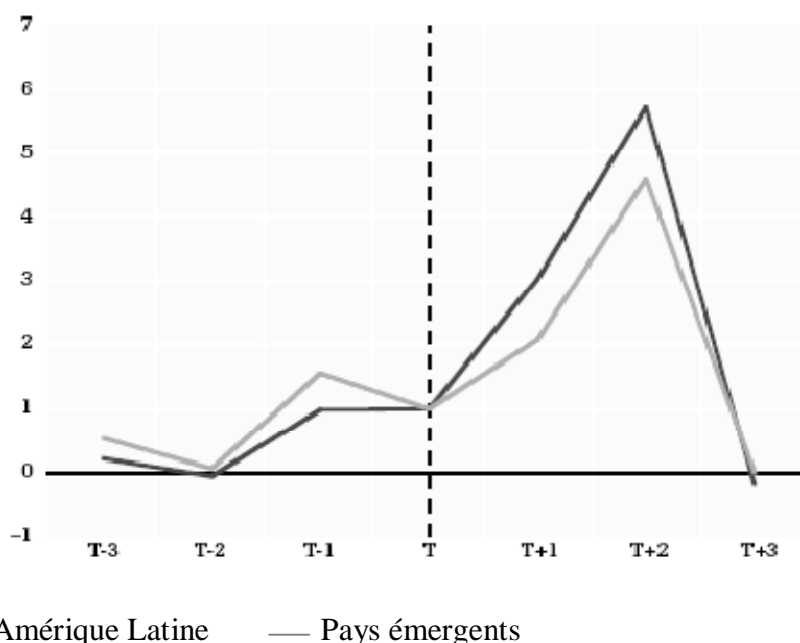
Taux de croissance réel du PIB



Source : Idem.



Croissance des crédits de la banque centrale au système bancaire



Source : Ibid.

Cette section a essayé de présenter pour sa part les origines et conséquences provoquées par les crises bancaires.

En parlant des crises bancaires des années 90, le FMI synthétise : « ...*La scène commence par une période prolongée de surchauffe, d'inflation élevée, accompagnée d'une croissance rapide des crédits, liée en partie à des entrées de capitaux de court terme supérieurs à la normale et qui s'expliquent dans certains cas par la récente libéralisation du système financier. Puis un choc, tel qu'une baisse de l'activité réelle, un ralentissement des*

entrées de capitaux, une dégradation des termes de l'échange, ou une hausse des taux d'intérêt mondiaux vient affaiblir un système bancaire trop exposé. »¹

En effet, plusieurs études théoriques et empiriques ont montré le rôle central de la libéralisation financière dans l'origine des crises bancaires. Les expériences réussies de la libéralisation financière sont très rares et dans le cas général la libéralisation provoque une crise dans le système bancaire et financier. Selon René Sandretto (1994) : *« les crises financières ne sont pas un phénomène nouveau puisqu'au cours des vingt dernières années 125 pays ont été confrontés à ce problème dont la moitié des crises affectant les pays en voie de développement »²*

Dans ce sens, plusieurs pays développés et en développement ont subis le poids des crises bancaires après avoir libéralisé leurs systèmes financiers. C'est pour cela que dans la section qui suivra nous essayerons d'établir le lien qui puisse exister entre la libéralisation financière et les crises bancaires.

Section2 : Relation libéralisation financière / crises bancaires :

En parlant de la relation qui peut exister entre la libéralisation financière et les crises bancaires, Plihon et Miotti (2001) avancent que :

« D'importantes avancées dans la compréhension des crises bancaires ont été réalisées grâce à des travaux empiriques très documentés, dont certains ont été effectués par des économistes du FMI. Ces travaux montrent l'existence d'une relation étroite entre les crises bancaires et financières et les politiques de libéralisation financière menées dans les pays émergents »³

En fait, d'après une étude réalisée par Kaminsky et Reinhart en 1996⁴ portant sur 20 pays en Asie, Amérique latine, Europe, et Moyen-Orient, ces deux auteurs concluent qu'à la suite du mouvement général de libéralisation financière dans le monde, le nombre de crises bancaires a fortement augmenté, et que la plupart des crises bancaires ont été précédées par des politiques de libéralisation financière.

¹ Rapport FMI, p101.

² Extrait de Plihon et Miotti, p10.

³ Plihon et Miotti, 2001, Op Citée, p1.

⁴ Ben Salha O, 2006, Op Citée, p31.

La question qui se pose à ce stade est : Quel rôle a joué la libéralisation financière dans le déclenchement des crises bancaires des années 90 ? Ou encore pourquoi, lorsque toutes les banques d'un pays subissent le même choc macroéconomique, ne tombent pas généralement pas toutes en faillite? Cette section se propose de répondre à ces interrogations.

2.1/ Libéralisation financière et crise bancaire : Identification de la relation :

Il a été toujours admis qu'une économie où règne la répression financière est une économie dans laquelle un nombre restreint de banques domestiques opère. L'accès des nouvelles banques domestiques n'est pas libre, mais très réglementé. De plus, les banques étrangères, susceptibles d'introduire une certaine dynamisation financière, se trouvent dépourvus de toute participation au capital des établissements financiers nationaux. De même, la répression financière est caractérisée par l'absence de la concurrence loyale et parfaite entre les différents établissements bancaires et de crédit et ceci à cause de la fixation des taux d'intérêt pratiqués par les banques. La conséquence de tout cela sera la naissance d'un secteur bancaire concentré et fort réglementé.

Une fois le secteur financier libéralisé, les banques vont se trouver dans une situation caractérisée essentiellement par la libre entrée et sortie des banques dans l'industrie bancaire.

De même, dans ce nouvel environnement, les taux d'intérêt seront déterminés seulement par la loi de l'offre et la demande. La libéralisation financière implique donc un changement radical dans les règles selon lesquelles les banques opèrent. De ce fait, ce changement du cadre de l'activité des institutions financières combiné avec le manque de supervision bancaire va être derrière l'apparition des nouvelles pratiques de la part des banques.

Ces pratiques ont joué un rôle important voire même primordial dans la fragilisation des systèmes bancaires nationaux et le déclenchement des crises bancaires dans les pays en développement.

Il s'agit essentiellement de la prise de risque excessive et du comportement spéculatif des banques.

2.1.1/ La prise de risque excessive de la part des banques et aléa de moralité :

Avant la déréglementation financière, le manque de la concurrence est considéré comme l'une des principales caractéristiques du secteur bancaire. De même, il bénéficiait du soutien de l'Etat grâce aux barrières réglementaires instaurées sur la libre entrée et sortie dans l'industrie bancaire.

Par contre, à la suite de la libéralisation, celui-ci va se désengager de toute responsabilité vis-à-vis des banques. D'après Grondin et Bernou :

« La création de nouveaux marchés financiers dotés d'une importante dynamique innovatrice et l'entrée en scène de nouveaux prestataires financiers nationaux et étrangers peut remettre en cause l'aisance du secteur bancaire national. Cela s'est traduit essentiellement par une plus grande concurrence qui a conduit à prendre plus de risques dans le but d'accroître les profits »¹

Dans ce nouvel environnement, les actionnaires et les dirigeants des banques sont de plus en plus incités à prendre de risques car la baisse des profits liée à la montée de la concurrence réduit la valeur économique de la banque. Ainsi, le coût de la faillite serait sous-estimé par les actionnaires et les dirigeants bancaires, ceux-ci sont incités à choisir des stratégies plus risquées.

La montée des risques au sein du système bancaire est endogène au développement de la finance libéralisée. Samuelson (1999)² affirme qu'en accroissant l'efficacité microéconomique, la libéralisation financière accroît paradoxalement les risques macroéconomiques. Particulièrement, l'aléa de moralité semble avoir joué un rôle primordial dans ce genre de comportement de la part des dirigeants.

Comme l'affirme González-Hermosillo (1999) :

« L'aléa moral peut survenir lorsque des banques prennent des risques excessifs en accordant des prêts à des conditions qui peuvent être très lucratives à court terme, mais dont les perspectives de remboursement à long terme sont réduites, et qu'elles s'attendent à ce que les éventuelles pertes soient absorbées par une tierce partie, comme le gouvernement du pays à travers les plans de sauvetage ou les organisations financières internationales »³

En plus, une libéralisation financière inachevée est considérée comme l'un des facteurs explicatifs de la fragilité bancaire et de l'apparition des crises car le maintien des interventions publiques sous différentes formes peut être à l'origine d'un aléa de moralité empêchant la discipline de marché de jouer son rôle.

Cependant, Plihon et Miotti (1999)⁴ confirment que la prise de risque supplémentaire n'est pas nécessairement mauvaise pour l'économie. En effet, les banques peuvent désormais financer des projets risqués dont le rendement anticipé est élevé et qui sont socialement désirables.

¹ Bernou et Grondin, 2001, Op Citée, p28.

² Ben Salha O, 2006, Op Citée, p32.

³ González-Hermosillo, Juin 1999, Op Citée, p38.

⁴ Ben Salha O, 2006, Op Citée, p32.

Ce type de financement était presque impossible avant la libéralisation financière.

Ces deux auteurs affirment que :

« Selon la théorie financière standard, une telle prise de risque ne doit pas accroître la vulnérabilité des banques si celles-ci procèdent à une diversification de leurs risques. S'il y a prise de risque excessive, mettant en danger les banques, c'est parce que ces dernières sont incitées à adopter un tel comportement par l'environnement légal et réglementaire.»¹

De même, González-Hermosillo (1999)² a mené une importante étude empirique sur un échantillon de 4000 banques américaines, mexicaines et colombiennes pour dégager la responsabilité de ces institutions dans le déclenchement des crises bancaires.

En examinant le ratio de couverture des banques, elle conclut que deux banques ayant couru le même risque (ayant la même proportion de créances improductives par rapport au total de leurs actifs) peuvent se trouver dans une situation financière différente si une banque a mis de côté des réserves importantes pour couvrir ses prêts improductifs tandis que l'autre ne l'a pas fait.

Donc, la prise de risque excessive des banques après la libéralisation financière n'est pas automatiquement nuisible pour ces dernières si elles arrivent à diversifier leurs risques et constituer suffisamment des réserves pour couvrir les crédits non performants.

2.1.2/ Le comportement spéculatif des banques :

La notion de spéculation a été définie par Kaldor (1939) comme étant : « L'achat (ou la vente) de biens avec l'intention de revendre (ou de racheter) à une date ultérieure. Toutefois, cette action est motivée par l'espoir d'une modification du prix en vigueur et non par l'avantage lié à l'usage du bien»³

La libéralisation des marchés financiers donne aux banques l'opportunité de satisfaire leur préférence pour la liquidité et de réaliser des placements rentables. Elle engendre donc des comportements spéculatifs de la part des banques. L'explication de ce comportement de la part des banques est simple.

Tout d'abord, dans une économie nouvellement libéralisée, plusieurs mesures ont été prises afin de faciliter l'entrée de nouveaux acteurs nationaux ou étrangers et de lever les restrictions apportées aux activités bancaires. C'est ainsi que l'intensification de la

¹ Plihon et Miotti, 1er trimestre 2001, Op Citée, p10.

² Driri K, 2009, Op Citée, p41.

³ Définition extraite de Plihon et Miotti (1999), p10.

concurrence et le développement du marché financier vont être derrière la réduction des profits des banques.

Les grandes entreprises, au lieu de se financer des banques comme avant, vont recourir à l'émission des titres de valeurs mobilières sur les marchés financiers. Cet acharnement de la concurrence va être derrière la diminution de la rentabilité des opérations bancaires traditionnelles, ainsi qu'un transfert de nombreuses entreprises vers des financements directs sur le marché financier. Ceci va engendrer une baisse du profit de la banque. Cette dernière, confrontée à une telle situation, va chercher des nouvelles sources de liquidité et ceci en s'intéressant à des opérations à rendements élevés de nature spéculative. Particulièrement, le manque de supervision bancaire serait derrière la motivation des banques à pratiquer un tel comportement, qui serait à son tour derrière la fragilisation du système bancaire. Toutefois, il paraît que les mouvements internationaux des capitaux avaient joué un rôle primordial dans le déclenchement des crises bancaires dans les pays en développement pendant les années 90.

Grondin et Bernou (2001) notent que la fragilisation des différents secteurs bancaires asiatiques provient essentiellement du degré de dépendance des banques domestiques vis-à-vis des capitaux extérieurs et de la structure des capitaux empruntés. De même, les deux auteurs ajoutent que :

« Outre le gonflement de leur passif, les banques asiatiques ont fait également preuve d'une déformation au passif de la structure de la dette. Ces institutions se sont fortement dirigées depuis le début des années 90 vers une structure des emprunts essentiellement libellés en dollars d'une part, et contractés pour de courtes maturités, d'autre part. C'est ainsi que le fort reflux des capitaux au début de 1997 a plongé la région dans des crises bancaires et financières qui ont coûté trop chères pour des pays qui espéraient soutenir leurs croissances économiques à travers la libéralisation financière. »¹

Pour récapituler, on peut dire que :

- La libéralisation interne des activités bancaires et notamment du crédit a facilité le financement d'activités à faible rentabilité, à risque mal évalué (investissements immobiliers), voire d'opérations douteuses (crédits "politiques").
- L'ouverture financière sur l'extérieur a élargi les possibilités de collecter des ressources à court terme empruntées à l'extérieur, remboursables en devises, employées au financement de prêts en monnaie nationale, servant à des opérations à long terme.

¹ Bernou et Grondin, 2001, Op Citée, p12.

Dans le premier cas, la libéralisation financière vulnérabilise les économies de l'intérieur, en autorisant l'existence des comportements qui fragilisent le système bancaire, faisant des banques locales « le maillon faible » des économies en développement.

Dans le second, elle intervient en exposant les économies émergentes aux perturbations extérieures. Cependant, plusieurs auteurs ont insisté sur le fait que l'inadéquation du cadre de supervision des institutions financières était à l'origine de plusieurs dysfonctionnements dans un nombre important de pays émergents.

2.2/ Les conditions préalables à la réussite de la libéralisation financière:

Comme on l'a déjà vu, la libéralisation financière semble avoir joué un rôle important dans la gravité de la situation des systèmes bancaires des pays en développement.

Sandretto affirme qu' « *une libéralisation financière prématurée et mal maîtrisée, combinée avec une fragilité des systèmes bancaires dans les pays émergents et une gestion parfois imprudente de leur dette, a contribué à aggraver l'instabilité financière dans ces pays depuis le début des années 1990, Dans un contexte de très forte mobilité des capitaux, cette combinaison a donné naissance à des crises d'un nouveau type, préfigurations ce que pourraient être les crises du XXI^e siècle* »¹

Ainsi, les raisons pour lesquels la libéralisation financière a montré ses limites sont liées essentiellement à deux facteurs :

D'abord les conditions macroéconomiques et institutionnelles qui devraient précéder la déréglementation. Ensuite, l'accent est davantage porté sur le rythme ou le délai de mise en œuvre « le timing » et l'ordre de priorité « le sequencing » des réformes qui doivent consacrer la libéralisation.

2.2.1/ Les conditions macroéconomiques et institutionnelles :

L'observation des faits suggère que la libéralisation financière dans les pays en développement a été entamée dans un contexte macroéconomique instable, caractérisé essentiellement par un déficit budgétaire et une inflation élevés. En fait, le Chili, le Pérou et la Turquie ont dérégulé leur secteur financier sous des conditions macroéconomiques médiocres, mais ils ont fourni des efforts de stabilisation. Par contre, l'Inde, le Maroc et l'Égypte ont libéralisé leurs systèmes financiers durant des périodes fortement inflationnistes, et avec des déficits assez importants, sans essayer de mettre en place aucun programme de stabilisation

¹ Sandretto, 2002, Op Citée, p1.

La stabilité macroéconomique est représentée essentiellement par la stabilité du niveau général des prix et la modération du déficit budgétaire. En fait, l'instabilité du taux d'inflation peut être derrière la grande volatilité du taux d'intérêt réel, ce qui engendre un manque de confiance du côté des investisseurs. Le déficit budgétaire, quand à lui, peut être ajusté à travers la réduction des dépenses publiques et l'élargissement de l'assiette de l'impôt.

Pour garantir la réussite du processus de la libéralisation financière, deux règles primordiales doivent la précéder :

- L'équilibre des finances publiques, par la définition d'un régime fiscal convenable et par des efforts dans l'organisation des prélèvements fiscaux. La taxation à des taux modérés des entreprises et des ménages est, selon McKinnon, une façon d'assurer à l'économie un service interne de revenus; et
- Une banque centrale protégée des tentations du gouvernement de recourir à un financement monétaire et, par conséquent, inflationniste de la dette publique.

Villanueva et Mirakhor (1990)¹ ont examiné le processus de libéralisation financière dans deux groupes de pays : ceux qui ont adopté une libéralisation rapide (l'Argentine, le Chili, La Malaisie, les Philippines, la Turquie, et l'Uruguay) et ceux qui opté pour une libéralisation progressive (l'Indonésie, la Corée du Sud, le Singapour, le Sri Lanka, et le Taiwan). Ils ont aboutit au résultat selon lequel le succès relatif du deuxième groupe est principalement dû à ce qu'ils ont veillé à se disposer d'un environnement macro-économique relativement stable avant de procéder à la libéralisation.

Ben Gamra (2004)² a mené une importante étude empirique sur 27 pays émergents entre 1975 et 2002. Par conséquent, elle a aboutit à une conclusion selon laquelle la libéralisation financière entamée dans un environnement macroéconomique instable amplifie les effets fragilisants de cette dernière sur les banques en créant un contexte d'incertitude. En fait, un déficit budgétaire important (supérieur à 3%) augmente la probabilité des crises non systémiques après la libéralisation financière de 95%. De même, une inflation élevée (supérieure à 10%) tend à augmenter la probabilité des crises systémiques de 50% après la libéralisation financière. Une fois les pouvoirs publics ont aboutit à la stabilisation de l'environnement macroéconomique, ils devraient s'intéresser à renforcer le cadre institutionnel avant de procéder à la libéralisation. D'une part, les dirigeants des banques habitués des systèmes financiers contrôlés, ne disposent ni du savoir-faire ni de l'expertise requises pour exercer leurs activités dans un nouvel environnement libéralisé. D'autre part,

¹ Ben Salha O, 2006, Op Citée, p35.

² Idem, p36.

l'entrée de nouveaux concurrents étrangers et domestiques sur le marché, exerce des pressions sur les banques existantes en les poussant à s'engager dans des activités risquées.

Comme l'affirme le FMI dans son rapport annuel de 1997, la libéralisation financière, pour qu'elle ne mette pas en cause la stabilité du système économique, devait s'accompagner d'un accroissement de la transparence des opérations financières, d'une amélioration de la corporate governance et disposer d'une supervision bancaire adéquate.

Dans ce sens, Ben Gamra (2006) note que :

*« La libéralisation financière ne signifie pas l'absence de règles, bien au contraire, elle appelle à un accroissement de la supervision vu l'augmentation des risques potentiels ».*¹

Sans appui d'un cadre de surveillance robuste, la libéralisation financière risque d'amplifier les perturbations dans le secteur financier et mener par la suite à l'effondrement de tout le système.

Toutefois, le développement et la construction d'un cadre réglementaire adéquat à l'exercice de l'activité bancaire dans un environnement libéralisé est une question complexe et devrait être ordonnancé convenablement. Plusieurs initiatives ont été fournies, tant des autorités nationales que des institutions internationales, afin de construire un cadre adéquat pour le fonctionnement du système bancaire.

En fait, il existe plusieurs institutions de différents niveaux. À ce propos, Ben Gamra et Clévenot (2006) avancent que :

*« Les règles d'ordre microéconomique qui concernent la gestion au quotidien des banques et des institutions financières ressortent de la gouvernance de ces entreprises. Les règles de niveau supérieur régissent l'activité des organes de supervision et des comités de contrôles dirigés souvent par la Banque centrale. Un dernier niveau organise les règles financières entre les nations, elles sont édictées par le comité de Bâle mis en œuvre par la Banque des Règlements Internationaux, la Banque Mondiale et le FMI »*²

Le Comité de Bâle, par exemple, a publié en 1997 un document précisant les 25 principes fondamentaux à appliquer pour une surveillance bancaire efficace. Ce standard international, le premier de son genre, a été suivi de bien d'autres dans le but de couvrir l'ensemble des agents financiers. Ces codes et standards sont coordonnés au sein du Forum de Stabilité financière, leur mise en œuvre donne lieu à une surveillance particulière du F.M.I.

¹ Ben Gamra et Clévenot , « Libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents : la prégnance du rôle des institutions », Document de travail du CEPN n°8-2006, papier présenté à l'Ecole Thématique CNRS de la Rochelle, Université Paris XIII, 2006.

² Idem, p6.

Déjà en 1988, le comité de Bâle avait introduit le ratio de solvabilité, communément connu sous le nom de « ratio Cooke ».

Ce ratio oblige les banques des pays concernés à respecter un rapport d'au moins 8% entre le montant de leurs fonds propres et l'ensemble de leurs risques. En 1995, les instances de supervision ont étendu le ratio Cooke, initialement limité au risque de contrepartie, aux risques de taux d'intérêt et de marché.

« En plus, la réglementation prudentielle a accordé une place essentielle à un autocontrôle exercé par les banques elles-mêmes. Dans ce cadre, le modèle de la Value at Risk (VaR) élaboré par la banque J.P. Morgan a été spécialement recommandé par la BRI et la commission européenne dans la réglementation sur le contrôle interne promulguée en 1998. Une combinaison efficace entre les mesures externes instaurées par les autorités de supervision et les mesures internes de management des risques propres aux banques est le seul moyen d'atteindre les conditions d'une activité bancaire à la fois sécurisée et efficiente. »¹

2.2.2/ L'ordonnancement de la libéralisation financière :

L'ordonnancement de la libéralisation financière est une question importante mais compliquée. Il existe de grandes différences d'un pays à l'autre dans les niveaux de développement économique et financier, les structures institutionnelles, les systèmes juridiques et les pratiques d'affaires, et dans la capacité à gérer le changement dans toute une gamme de domaines pertinents pour la libéralisation financière. En conséquence, il n'existe pas de recette universelle pour l'enchaînement des étapes du processus de libéralisation financière, ni de lignes directrices générales sur la durée de ce processus.

« La vitesse avec laquelle la libéralisation financière a été mise en place n'a pas été la même pour tous les pays. Totale dans des pays d'Amérique Latine comme le Chili, la libéralisation financière a été plus "timide" dans des pays du Sud-Est asiatique comme la Corée du Sud ou Taiwan. Dans le premier cas, la libéralisation financière s'est soldée par un échec retentissant. Dans le second cas, même si elle ne s'est traduite que par une faible croissance de l'épargne et un approfondissement du secteur financier, la libéralisation financière n'a pas provoqué la faillite de ce secteur »²

Dans ce cas-là, l'ordonnancement de la libéralisation semble jouer un rôle important.

¹ Bernou et Grondin, 2001, Op Citée, p25.

² Venet B, 1994, Op Citée, p15.

La réussite de la libéralisation financière, notamment dans les pays émergents nécessite le passage d'un certain nombre d'étapes et suppose l'existence préalable des conditions de stabilisation de l'économie. L'ordre dans lequel les mesures politiques doivent être prises et la vitesse des réformes financières peuvent constituer également des limites justifiant l'échec ou la réussite de la libéralisation financière.

2.2.2.1/ La séquence de la libéralisation optimale :

Suite à l'échec des tentatives de la libéralisation financière dans le Cône Sud d'Amérique Latine (Argentine, Chili et Uruguay), ainsi que dans d'autres régions (Philippines), plusieurs travaux se sont intéressés à la détermination de la séquence des réformes.

Ainsi, une séquence bien déterminée d'élimination des restrictions est demandée pour une libéralisation réussie. Cette séquence exige que l'ouverture externe du compte de capital ne précède pas la libéralisation du secteur financier domestique. De même, la libéralisation de ce dernier devrait être mise en place une fois le secteur réel totalement libéralisé. Toutefois, il faut noter que la régulation et la supervision bancaire doivent être impérativement renforcées avant de libéraliser le secteur financier afin de garantir la solidité du système bancaire. En fait, le renforcement de la régulation et de la supervision permet de préparer le terrain à l'accroissement de la compétition au sein du secteur financier avec l'extension des licences bancaires, la privatisation des banques publiques et l'augmentation de la participation des institutions financières non bancaires, des marchés financiers et des banques étrangères.

Toutefois, les pays qui prennent des risques et essaient de libéraliser leur secteur financier externe avant de libéraliser le secteur interne seront plus exposés au risque de crises bancaires, dans la mesure où l'activité des banques reste sous le contrôle de l'Etat et leurs taux d'intérêt restent bas et inférieurs aux taux internationaux, elles n'arrivent donc pas à rivaliser avec les banques étrangères, ce qui provoque une grande instabilité des mouvements de capitaux et des situations de paniques bancaires.

En résumé, on pourrait dire que théoriquement, un pays doté d'un système financier intérieur entièrement libéralisé, qui a déjà mis en place les dispositifs de protection nécessaires pour assurer le fonctionnement efficace, pourrait passer presque immédiatement et en toute confiance à la libéralisation complète des mouvements de capitaux.

Par contre, le maintien de restrictions strictes à la plupart des formes de mouvements internationaux de capitaux jusqu'à la libéralisation réussie et complète du système financier intérieur n'est pas une stratégie généralement recommandable. La libéralisation interne et la

libéralisation externe peuvent se renforcer mutuellement et bénéficier de leur déploiement parallèle. Lorsque la préparation interne est bien avancée, on devrait être en mesure de procéder assez rapidement à une libéralisation externe essentiellement complète, c'est-à-dire en moins d'une décennie environ pour les marchés émergents les plus avancés. Lorsque l'infrastructure essentielle à un système financier libéral et stable n'est pas bien développée, la libéralisation complète, interne et externe, prendra plus de temps.

La séquentialité du processus de libéralisation financière est d'une importance critique pour sa réussite. Graduelle, fonction de la situation propre à chaque économie, la libéralisation financière doit strictement se conformer à un « ordre optimal ».

2.2.2.2/ La vitesse des réformes financières :

La vitesse de la libéralisation, quand à elle, doit être manipulée avec une extrême précaution. Il s'avère très dangereux d'adopter l'approche du *big-bang* et de lever toutes les restrictions subitement.

2.2.2.2.1/ La libéralisation financière brutale :

Villaneva et Mirakhor (1990)¹ accentuent la relation entre la vitesse des réformes financières et les conditions initiales de libéralisation financière. Ils montrent, à leur tour, que si la réforme est appliquée dans un environnement macro-économique instable et/ou si la surveillance et la supervision bancaire inefficace, la politique de libéralisation des taux d'intérêt doivent être progressive et inversement, la libéralisation des taux d'intérêt peut être prématurée. La périodisation de la libéralisation du secteur financier constitue un problème qui occupe une place particulière dans la théorie financière. Si la période de transition est permanente, la déréglementation du système financier ne peut être faite que lorsque l'économie ait abouti à une phase de maturité plus appropriée. Ensuite, la longueur de la répression financière qui précède la politique de libéralisation financière entrave l'approfondissement financier et cause des effets néfastes sur la croissance économique.

Il serait donc utile de mettre un programme d'apprentissage des nouvelles règles.

Nous pouvons ainsi affirmer que l'application d'une politique de libéralisation financière ne peut être adoptée que dans une économie stable et un ordonnancement optimal qui prévoit le passage de la stabilisation à la croissance.

¹ Driri K, 2009, Op Citée, p50.

2.2.2.2/ La libéralisation financière graduelle :

Dans certaines économies émergentes, les expériences de libéralisation financière s'avèrent prudentes (cas des pays d'Amérique Latine). Les structures économiques et les modes de fonctionnement des économies sont des variables dont dépend la réussite des réformes financières.

En effet, lorsque la réforme est graduelle, la libéralisation risque de perdre son impulsion à travers le temps. De même, plus les mesures de réformes sont rapides et profondes, plus les gains potentiels sont importants mais le passage risque d'être coûteux.

La libéralisation du système financier ne doit être ni trop rapide ni trop longue. Si la libéralisation est trop rapide, les entreprises pourraient encourir de lourdes pertes alors que si elle est trop longue, le prix à payer pour la persistance de l'inefficacité financière sera plus élevé.

A titre d'exemple, McKinnon (1991)¹ en analysant la voie optimale de la libéralisation financière conclut que le Japon n'a commencé à libéraliser son système financier qu'à une époque récente, après que les conditions initiales sont remplies.

Au total, les gouvernements doivent s'engager dans la voie de réformes avec prudence, dans la mesure où la stabilisation macro-économique et la supervision bancaire sont importantes à la modernisation du secteur financier et à la croissance économique.

McKinnon a aussi avancé deux conditions essentielles pour la réussite de la libéralisation financière à savoir :

- Ø Un contrôle plus strict des finances publiques : la libéralisation suppose la suppression de toute sorte d'interventions et de distorsions sur le système bancaire qui est asservi au financement du déficit budgétaire et leur remplacement par d'autres sources de financement.
- Ø Une politique monétaire plus rigoureuse : la libéralisation financière suppose un contrôle plus rigoureux du crédit bancaire.

En résumé, on pourrait dire que Fry (1997) établit les cinq pré-requis² pour une libéralisation réussie :

- Une supervision et une régulation prudentielle des banques commerciales adéquate. Il s'agit notamment d'éviter les effets négatifs liés à une ouverture financière trop rapide en limitant

¹ Ben Salha O, 2006, Op Citée, p38.

² Allegret J-P, Courbis B, « Monnaie, Finance et Mondialisation », Edition Vuibert, Juin 2005, p227.

l'exposition des banques au risque de change. De même les exigences en fonds propres peuvent être calculées en proportion de la volatilité de l'environnement macroéconomique ;

- Un degré raisonnable de stabilité des prix, et ce afin de limiter les effets négatifs d'une inflation trop élevée ;

- Une discipline budgétaire limitant les effets négatifs de la taxe inflationniste ;

- Un comportement des banques commerciales orienté vers la maximisation du profit. Cela suppose d'une part de limiter l'implication de l'Etat dans le système bancaire (notamment par le biais de la privatisation) et, d'autre part, d'interdire ou de limiter les prêts affiliés, c'est-à-dire les crédits accordés à des entreprises qui sont pour tout ou partie la propriété des institutions financières. Dans ce cas, en effet, les banques sont confrontées à un conflit d'intérêt entre d'un côté la décision de prêter ou non à une de ces entreprises en fonction de critères économiques et, de l'autre côté, le maintien de liens privilégiés avec cette firme ;

- Un système fiscal neutre concernant l'activité d'intermédiation.

Il est important de tenir compte du fait que ces réformes prennent du temps et exigent une capacité administrative adéquate ; c'est pour cela qu'une ouverture graduelle du système financier peut être la stratégie à adopter : l'ouverture se fait au rythme des progrès accomplis au préalable dans les réformes.

La libéralisation financière a-t-elle causé une recrudescence de crises bancaires dans les pays en voie de développement ? C'était la question principale à laquelle on a essayé d'y répondre à travers cette section.

La libéralisation financière, un processus qui ne se présente plus aujourd'hui comme un choix mais plutôt en tant qu'obligation vue la forte interdépendance entre les marchés, semble avoir joué un rôle certes non exclusif mais déterminant dans le déclenchement et le déroulement des crises bancaires des années 90.

En fait, la prise du risque excessive ainsi que le comportement spéculatif des banques motivés par l'aléa de moralité représentent les principaux canaux à travers lesquels la libéralisation financière a provoqué des crises bancaires très coûteuses.

Sans doute, si la libéralisation financière ne soit pas précédée par des réformes macroéconomiques et institutionnelles, elle peut fragiliser le système bancaire, voire même provoquer des crises. De même, la séquence ainsi que la vitesse de la libéralisation doivent être manipulées avec une extrême précaution. Il a été avancé à ce niveau qu'une libéralisation financière graduelle est nécessaire pour garantir sa réussite.

Une fois ces conditions vérifiées, la libéralisation financière peut être bénéfique et soutenir de ce fait la croissance économique dans les pays en développement.

À ce niveau, nous posons la question suivante: comment et à travers quels canaux la libéralisation financière exerce un effet sur la croissance économique ? La section suivante tentera de répondre à cette question.

Section3 : Libéralisation financière et croissance économique

Les économistes et les praticiens ont longtemps discuté la question des effets de la libéralisation financière sur la croissance. En fait, depuis les contributions de McKinnon (1973) et de Shaw (1973)¹, la littérature économique s'est de plus en plus concentrée sur l'étude de la relation qui existe entre la libéralisation financière et la croissance économique. Cette multitude de travaux ayant cherché à dégager les effets de la libéralisation financière sur le développement économique ne cache pas le fait que l'interrogation principale de la plupart de ces travaux se pose comme suit :

"Comment et à travers quels canaux la libéralisation financière exerce son effet sur la croissance économique ?"

Ainsi, cette dernière section se propose d'apporter une réponse à cette interrogation.

3.1/ Libéralisation financière et croissance économique : les canaux de transmission :

En se référant à la théorie néoclassique, il existe plusieurs canaux par lesquels la libéralisation financière agit sur la croissance. D'abord, la libre circulation des flux de capitaux permet la diversification du risque tout en poussant à la baisse le coût du capital, d'où un effet prix positif et relativement permanent. De même, la libéralisation permet d'accroître l'épargne nationale et par la suite l'investissement, de lisser la courbe de consommation, d'où l'accélération de la croissance économique.

La libéralisation financière stimule l'accumulation de l'épargne et permet donc l'accroissement de l'investissement. De même, la libéralisation du secteur financier devrait aussi permettre d'accroître l'intermédiation bancaire; d'où une réduction des frais d'intermédiation entre prêteurs et emprunteurs grâce à la réalisation d'économies d'échelle, une meilleure diversification du risque et un accès facilité des emprunteurs au fonds prêtables, etc.

¹ Ben Salha O, 2006, Op Citée, p53.

La libéralisation financière a été présentée donc comme solution à la situation de répression financière caractérisée essentiellement par une forte intervention de l'Etat dans les activités économiques et financières comme cela a été traité en détail dans le chapitre 1.

Selon Galindo, Micco et Ordoñez (2002)¹, la libéralisation financière peut affecter le développement économique par trois mécanismes. D'abord, elle peut affecter le développement du système financier domestique en termes de taille et d'efficacité. Deuxièmement, elle peut affecter l'accès des entreprises domestiques aux fonds étrangers. Finalement, elle peut réduire les problèmes liés à la « corporate governance ».

Prasad, Rogoff, Wei et Kose ont réalisé en 2003² une étude à la fois théorique et empirique sur les effets potentiels de la libéralisation financière dans les pays en développement.

D'après ces auteurs, la libéralisation des flux de capitaux peut exercer un effet positif sur la croissance économique au sein des pays en développement, et ceci à travers plusieurs voies. Certaines d'entre elles affectent directement la croissance économique. Par contre, il existe d'autres canaux indirects, qui dans certains cas pourraient être même plus importants que ceux directs, à travers lesquels la libéralisation affecte la croissance économique. Dans ce qui suit, nous allons suivre ce classement afin de présenter les effets qu'exerce la libéralisation financière sur la croissance économique.

3.1.1/ L'effet de la libéralisation sur la croissance économique par des canaux directs :

3.1.1.1/ L'augmentation de l'épargne nationale :

En principe, les flux de capitaux Nord-Sud permettent aux pays développés et ceux en développement de réaliser des bénéfices potentiels. Ils fournissent un rendement plus élevé pour les pays développés, tandis qu'ils impliquent une augmentation de l'investissement dans les pays pauvres en capitaux. La possibilité du financement externe permet aux pays d'éviter la contrainte de liquidité. Ainsi, l'investissement des pays est favorisé. En conséquence, l'accroissement des investissements stimule l'emploi et permet donc d'utiliser le capital humain partout où il se trouve. En d'autres termes, l'accès aux capitaux étrangers permet d'exploiter le potentiel de croissance en investissant dans des projets rentables au-delà de ce qui serait permis par la seule épargne des résidents.

De ce fait, les économies émergentes peuvent profiter de cette masse de capitaux pour financer leur développement.

¹ Idem, p54.

² Ben Salha O, 2006, Op Citée, p54.

Enfin, une lecture du rapport sur le développement dans le monde (1999-2000) de la Banque Mondiale nous permet de conclure que la libéralisation des mouvements de capitaux favorise la croissance des pays émergents :

« ... jusqu'au début des années 90, l'allégement des dispositions financières contraignantes était considéré comme un moyen de favoriser la croissance, mais il n'était pas jugé aussi important que les autres facteurs. Ce point de vue est en train de changer à la faveur des recherches menées ces dernières années. On considère à présent que l'expansion des circuits financiers, et notamment l'établissement des marchés boursiers performants, contribue fortement à la croissance future d'un pays, surtout grâce à une meilleure répartition des ressources »¹

3.1.1.2/ La réduction du coût de capital par une meilleure gestion de risque :

Un fort argument pour l'ouverture financière est basé sur les principes de la théorie moderne des finances internationales, qui soulignent l'élément « *risque* » des marchés financiers internationaux.

Obstfeld et Krugman (1998)² montrent qu'en diversifiant son portefeuille sur les marchés mondiaux, l'investisseur peut faire plus d'investissement rentable dans son propre pays, ce qui favorise la croissance nationale. L'idée est que l'accès aux marchés de capitaux internationaux permet un découplage entre l'épargne et l'investissement national.

Plusieurs modèles d'évaluation d'actifs internationaux ont été développés et soulignent que la libéralisation du marché des valeurs mobilières améliore l'allocation du risque.

D'abord, l'opportunité de partage de risque entre les investissements étrangers et domestiques peut aider les investisseurs à diversifier leurs risques. Cette capacité de diversifier les risques encourage les investisseurs à investir dans plusieurs projets, d'où, elle exerce un effet favorable sur la croissance. Ensuite, à mesure que les mouvements de capitaux augmentent, les marchés des valeurs mobilières domestiques deviennent plus liquides, ce qui pourrait réduire la prime de risque, abaissant ainsi le coût de capital des investissements.

En fait, il y a deux composantes du coût de capital dans un pays quelconque: le taux sans risque et la prime de risque des capitaux propres. La théorie suggère que tous les deux diminuent quand un pays pauvre en capitaux libéralise son marché financier.

¹ Rapport de la Banque Mondiale (1999-2000), p. 60

² Ben Salha O, 2006, Op Citée, p55.

Stulz (1999)¹ met les points sur le rôle de la libéralisation des mouvements des capitaux en matière de réduction du coût de capital.

Tout d'abord, il considère un petit pays où :

- Le marché financier est complètement segmenté des marchés financiers internationaux ; et
- Les investisseurs ont tous le même degré d'aversion au risque (qui est une constante), et qu'ils s'intéressent seulement au rendement espéré de leurs projets et à la variance de leurs investissements

Le coût de capital se réduit après la libéralisation du marché financier domestique. C'est ainsi que les investisseurs des pays pauvres peuvent bénéficier d'une réduction du coût de capital pour financer leurs investissements à moindre coût, ce qui aurait un effet favorable sur la croissance.

Ils existent trois raisons qui expliquent pourquoi la libéralisation boursière peut entraîner une réduction du coût du capital.

- Tout d'abord, l'accroissement des flux des capitaux en destination des pays nouvellement libéralisés entraîne une augmentation de la liquidité boursière.
- Ensuite, la permission aux investisseurs étrangers d'acheter des parts des actions domestiques facilite la diversification des risques entre les résidents et les étrangers.
- Enfin, la libéralisation boursière permet, à travers les flux des capitaux entrant, de réduire le taux sans risque.

3.1.1.3/ La stimulation du système financier domestique :

Comme on l'a déjà vu, depuis les travaux de Goldsmith (1969), de Mckinnon et Shaw (1973) et de King et Levine (1993)², l'importance du système financier dans le soutien de la croissance économique a été de plus en plus démontrée dans la littérature économique. Il a été particulièrement avancé que la libéralisation financière peut exercer un effet favorable sur la croissance économique à travers la stimulation du secteur financier.

En effet, l'implantation des banques étrangères (généralement venant des pays développés) dans les pays en développement ou l'augmentation de leurs parts dans les banques domestiques et l'intensification de la concurrence entre-elles peut exercer un effet positif sur le développement du secteur financier, et sur la croissance économique par la suite.

¹ Idem.

² Ben Salha O, 2006, Op Citée, p57.

Cette concurrence, enrichie d'innovations financières, offre aux clients une plus large gamme de services à moindre coût.

Il faut préciser que le développement des innovations financières est dû à la volonté des intermédiaires financiers de contourner certaines réglementations très coûteuses et au besoin de prendre des mesures de précaution contre les risques macro-économiques (la volatilité des taux d'intérêt et de change).

La libéralisation et l'ouverture financière des économies permettent d'accroître non seulement l'efficacité allocative (ricardienne) mais aussi l'efficacité dynamique, grâce à la stimulation de la concurrence et des innovations. Corrélativement, l'accroissement de la pression de la concurrence dans le secteur financier attendue de la libéralisation de ce secteur doit rendre celui-ci plus compétitif.

Levine (1996) et Caprio et Honohan (1999)¹ ont souligné que la plus grande propriété étrangère des banques domestiques peut produire plusieurs avantages.

Premièrement, la participation étrangère des banques peut faciliter l'accès des entreprises domestiques aux marchés financiers internationaux.

En second lieu, elle peut aider à améliorer le cadre de normalisation et de surveillance du secteur bancaire domestique.

Troisièmement, les banques étrangères présentent souvent une variété de nouveaux instruments et techniques et peuvent favoriser des améliorations technologiques sur les marchés intérieurs. En effet, l'interpénétration des changements économiques, réglementaires et technologiques, va exercer un effet direct sur l'évolution du comportement des banques. Celles-ci qui ont suivi de près le mouvement de libéralisation, vont essayer de s'y adapter pour éviter les risques qui peuvent en résulter. C'est ainsi qu'avec le développement de la déréglementation et de la désintermédiation, les entreprises vont assister à une certaine substitution des crédits bancaires par l'émission des titres sur les marchés financiers naissants. En fait, la dynamisation de l'activité boursière est considérée comme l'un des principaux traits qui indiquent la mise en application d'une libéralisation financière. Cette dynamisation va être derrière l'instauration d'une concurrence brûlante entre la finance intermédiée et la finance directe. C'est pourquoi les banques se trouvent incitées à mieux se développer afin d'être compétitives.

Particulièrement, la « *titrisation* », source de concurrence des banques, va inciter ces dernières à modifier leurs comportements et changer le mode de gestion de leurs bilans, tout

¹ Ben Salha O, 2006, Op Citée, p58.

en essayant de consacrer une part importante de leurs actifs à l'achat des titres. C'est d'ailleurs ce comportement qui a permis à la plupart des économistes et théoriciens de se demander s'il s'agissait bien d'une désintermédiation ou simplement d'une nouvelle forme d'intermédiation.

C'est dans ce sens que Renversez (1988) écrit :

*«La croissance des marchés financiers a pu faire croire à une diminution de l'activité des intermédiaires financiers et plus particulièrement les banques alors que sous des formes évolutives le financement demeure fortement intermédié ».*¹

Comme résultat à tous ces changements de l'environnement économique, financier, technologique et réglementaire suite à la libéralisation, les pays ayant adopté cette stratégie vont assister à un développement de leurs secteurs financiers. Ceci, et à travers plusieurs canaux déjà cités (mobilisation de l'épargne, meilleure allocation des ressources, réduction des risques...), cette stratégie va exercer un effet positif sur la croissance économique.

3.1.1.4/ Le transfert du savoir-faire technologique et managérial :

Parmi l'ensemble des flux de capitaux privés, les investissements directs étrangers sont toujours préférés par les pays en développement car par leurs caractères durables, ce type de flux exerce des effets de diffusion sur le plan technologique.

Depuis les travaux de Borensztein, De Gregorio et Lee (1995)², il est de plus en plus admis que le progrès technique exerce un effet positif sur la croissance. Il agit sur le niveau de la production finale à travers plusieurs canaux de transmission : l'acquisition du capital humain, l'importation des produits innovants, l'acquisition des nouvelles techniques de production, etc.

Ce résultat a été déjà démontré par Findly (1978)³ qui, en se basant sur un modèle classique, a montré que les IDE véhiculent le progrès technique dans les pays qui les reçoivent.

Ce point de vue a été souligné aussi par Wang (1990)⁴ qui a développé un modèle de croissance mettant en évidence l'importance du capital humain et de la diffusion technologique sur le développement économique via les mouvements internationaux des capitaux.

¹ Renversez, 1995, Op Citée, p19.

² Ben Salha O, 2006, Op Citée, p59.

³ Idem.

⁴ Ibid.

De même, l'attraction des IDE exerce un effet important sur le plan managérial permettant ainsi le transfert des méthodes modernes de gestion vers les pays en voie de développement. Les flux des capitaux et particulièrement les IDE représentent donc un canal adéquat pour la diffusion et le transfert des innovations technologiques.

Ces transferts peuvent augmenter la productivité qui à son tour peut exercer un effet favorable sur la croissance économique.

3.1.2/ L'effet de la libéralisation sur la croissance économique par les canaux indirects :

Il s'agit essentiellement de la signalisation, la discipline macro-économique ainsi que la promotion de la spécialisation.

3.1.2.1/ La signalisation :

La volonté d'un pays d'entreprendre une libre circulation des capitaux et donc plus d'intégration financière peut être interprétée comme un signal qu'il va pratiquer des politiques plus amicales envers les investissements étrangers à l'avenir.

L'enlèvement des restrictions sur les sorties des capitaux peut, par son rôle de signalisation, mener à une augmentation des apports de capitaux.

Beaucoup de pays, y compris la Colombie, l'Égypte, l'Italie, la Nouvelle Zélande et le Mexique, ont reçu des apports de capitaux significatifs après la suppression des restrictions aux sorties des capitaux.

3.1.2.2/ La discipline macro-économique :

L'intégration financière internationale est capable de donner lieu à une augmentation de la productivité dans une économie nouvellement libéralisée et ceci à travers son impact positif sur la capacité du gouvernement d'exercer plus de crédibilité au futur.

Ainsi, l'ouverture financière et l'existence d'un risque de volatilité des flux des capitaux renforcent l'incitation à adopter des politiques macro-économiques saines.

Dans le même ordre d'idée, Kose et Prasard (2004) notent :

« La libéralisation du compte de capital peut en outre être vue comme un signe de l'attachement du pays à une bonne politique économique. Pour un pays dont le compte de capital est ouvert, l'impression d'une détérioration du cadre de sa politique économique pourrait être sanctionnée par les investisseurs intérieurs et étrangers, qui pourraient en retirer brusquement leurs capitaux. Les décideurs sont ainsi fortement incités à adopter et

maintenir des politiques saines, avec leurs avantages manifestes pour la croissance à long terme... »¹.

Plus spécifiquement, le rôle disciplinaire de l'intégration financière peut changer la dynamique des investissements domestiques dans la mesure où elle mène à une réallocation de capital vers les projets les plus productifs en réponse aux changements des politiques macro-économiques.

En fait, les gouvernements nationaux sont parfois tentés d'instituer des politiques fiscales prédatrices sur les équipements productifs. La perspective de telles politiques tend à décourager l'investissement et à réduire la croissance. Par contre, l'ouverture financière peut exercer un effet favorable sur les décisions des pouvoirs publics et les contraindre de ce fait de s'engager dans des telles politiques prédatrices à l'avenir puisque les conséquences négatives de telles pratiques sont plus graves lorsque le pays est libéralisé.

Toutefois, plusieurs économistes insistent sur le fait que l'instauration des réformes macroéconomiques et même institutionnelles devrait être mises en place même avant le commencement du processus de libéralisation.

Particulièrement, la stabilité du niveau général des prix et la modération du déficit budgétaire sont considérées comme des conditions nécessaires pour bénéficier au plus de la libéralisation.

3.1.2.3/ La promotion de la spécialisation :

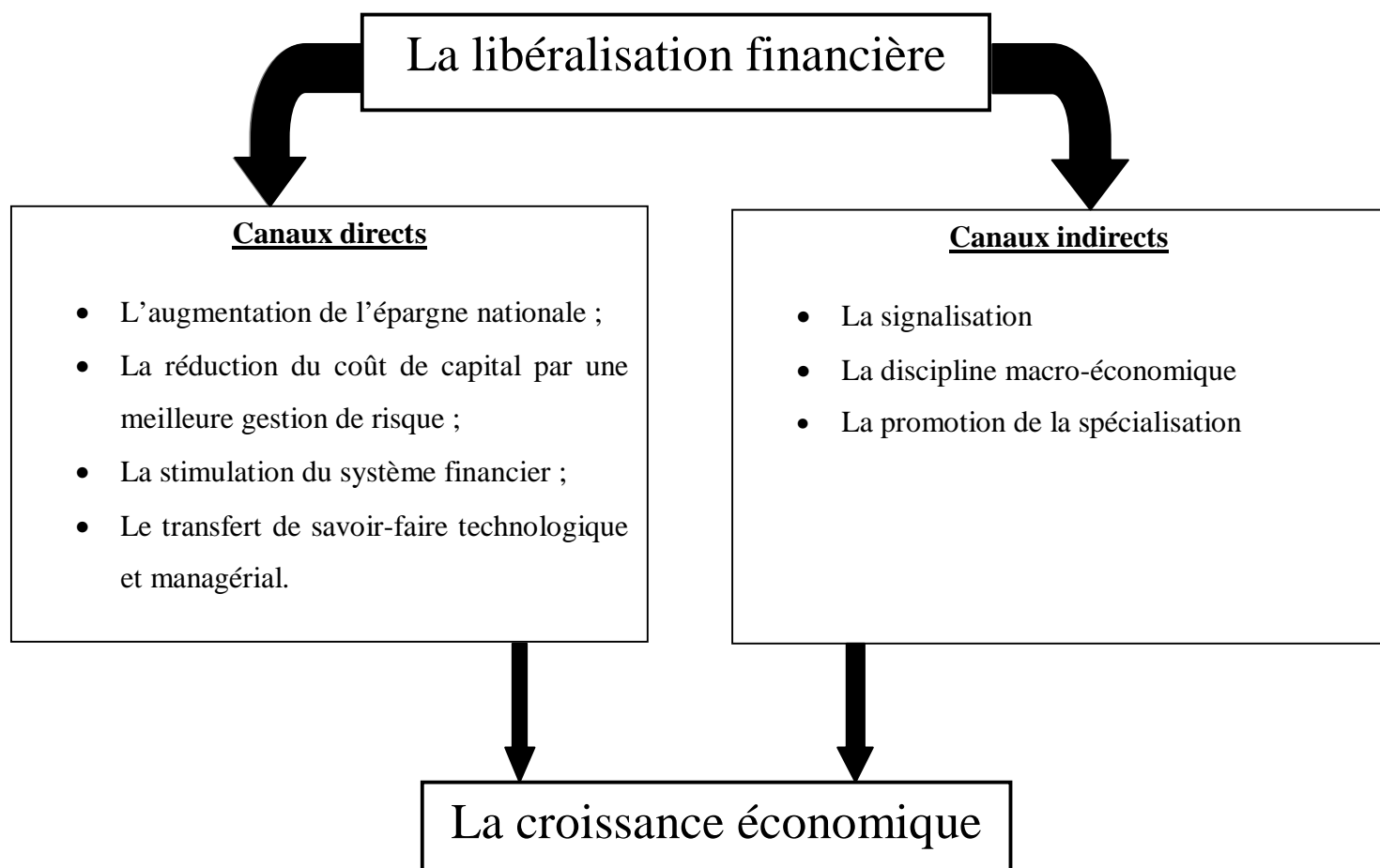
La spécialisation dans la production peut augmenter la productivité et la croissance est intuitive. En fait, en absence des mécanismes de gestion des risques, une structure de production fortement spécialisée peut produire une volatilité élevée du rendement suite à une diminution de la demande.

Les soucis concernant l'exposition à une telle volatilité peut décourager les pays à profiter de la spécialisation pour soutenir leurs croissances. En principe, la libéralisation financière peut jouer un rôle utile en aidant les pays pour s'engager dans un processus de diversification internationale des risques.

La figure ci-dessous met en évidence les différents canaux, directs et indirects, à travers lesquels la libéralisation financière agit sur la croissance économique.

¹ Kose et Prasard, « La libéralisation du compte de capital », Revue Finance et Développement, Septembre 2004, p50.

Figure 5 : Les canaux de transmission de la libéralisation financière vers la croissance économique.



Source : Ben Salha O, 2006, Op Citée, p61.

Tout au long de cette section, nous avons voulu mettre en évidence les opportunités que peut offrir la libéralisation financière.

En fait, les travaux sur les avantages que présente la libéralisation financière sur la croissance économique n'arrêtent de se développer depuis une trentaine d'années. Particulièrement, un nombre important des recherches s'est concentré sur l'étude des canaux à travers lesquels la libéralisation financière peut affecter la croissance économique.

En fait, plusieurs canaux, aussi directs qu'indirects, peuvent être pris en considération et ceci depuis l'augmentation de l'épargne nationale et de l'investissement jusqu'à la réduction du coût de capital et la stimulation et le développement du système financier domestique ... Ces canaux et bien d'autres vont permettre aux pays en développement de financer plus d'investissement et de réaliser ainsi des taux de croissance plus importants.

Malgré la divergence des points de vue sur ce sujet, la totalité, sinon la majorité, des travaux académiques insiste sur le fait que la libéralisation financière est bénéfique pour les pays en voie de développement, même si c'est à des degrés différents.

Conclusion du chapitre III :

La libéralisation financière a été présentée comme une solution afin de remédier au régime de « répression financière ». Particulièrement la libéralisation des mouvements des capitaux était perçue comme étant l'essor des pays en développement pour attirer plus de capitaux, financer plus d'investissements et réaliser enfin une croissance économique durable.

Toutefois, la propagation et la succession des crises bancaires pendant les deux dernières décennies ont mis en exergue les risques inhérents à la globalisation financière. Subséquemment, l'analyse de la libéralisation financière était et demeure un thème de discussion occasionnant plusieurs controverses entre chercheurs et analystes en sciences économiques qui tentent d'aboutir à une conclusion quant aux avantages et risques de la libéralisation financière.

Ainsi, notre chapitre a mis l'accent, tout d'abord, sur les origines et sur les conséquences des crises bancaires, par la suite, nous avons souligné la relation qui puisse exister entre les crises bancaires et la libéralisation financière et conclu que cette dernière peut être à l'origine de l'apparition de nouvelles pratiques de la part des intermédiaires financiers susceptibles d'engendrer des crises bancaires.

Toutefois, la solidité du cadre institutionnel et l'existence d'une situation macroéconomique stable représentent les principaux atouts pour la réussite du processus de libéralisation financière.

En parlant de la réussite du processus de libéralisation financière McKinnon affirme que :

« La libéralisation financière doit, pour être réussi, être graduelle et fonction de la situation propre à chaque économie, respectant ainsi une vitesse inscrite dans des limites bien définies. La séquentialité optimale du processus d'ouverture financière, fortement appuyée sur la discipline fiscale et l'indépendance de la banque centrale, participe à la stabilisation des anticipations des créanciers internes et externes qui gagent sur l'économie et contribue par la suite au développement économique stable et durable »¹

¹ Extraite de l'article de Bernou et Grondin (2000), Op Citée, p1

Une fois ces conditions accomplies, il importe de réfléchir sur les canaux à travers lesquels la libéralisation financière pourrait exercer des effets positifs sur la croissance économique. Ce développement a fait l'objet de la troisième section de notre chapitre.

Conclusion de la partie 1 :

« Houston, nous avons un problème ! Depuis maintenant trois décennies, nous chantons les louanges d'un système financier libéralisé, et que nous a-t-il apporté en retour ? Une crise financière massive après l'autre. Ce n'est pas pour autant que la libéralisation financière ne présente aucun avantage »¹.

En effet, la planète est engagée depuis plusieurs décennies dans un vaste mouvement de transformation économique, social et technologique.

Nouvelles technologies, innovations financières et déréglementation² se sont conjuguées pour amener une transformation profonde des systèmes financiers dans le monde.

Ainsi, le concept de libéralisation financière, qui est venue comme réponse aux critiques adressés à l'hypothèse de répression financière durant les années 1950 et 1960, est devenue une condition nécessaire pour assurer le développement du secteur financier et un élément essentiel à la réalisation de la croissance économique.

La thèse de la libéralisation financière retrouve ses origines dans les études de McKinnon et Shaw (1973) qui ont montré que la déréglementation financière tend à encourager l'épargne, stimuler l'investissement et par la suite accroître la croissance de l'économie. Cette décision a été motivée par l'argument selon lequel les politiques de répression financière adoptées par plusieurs pays, ont été considérées, en grande partie, en tant que responsables d'une mauvaise performance économique, caractérisée par des niveaux faibles d'épargne et par une allocation inefficace des ressources.

C'est pour cela d'ailleurs qu'au cours de ces deux dernières décennies, beaucoup de pays ont amorcé un processus de déréglementation du secteur financier, en éliminant les contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux, dont le principal objectif est d'améliorer le développement financier et d'assurer une croissance économique saine et durable.

Cependant, l'émergence et la multiplication de graves crises bancaires, ont lancé le doute sur la capacité de la libéralisation financière à atteindre les objectifs souhaités.

¹ Wolf M, « Globalisation financière, croissance et prix d'actifs », Banque de France, Colloque International : « Globalisation, inflation et politique monétaire », Mars 2008, Section 3, p112.

² Plihon D, Couppey-Soubeyran J et Saidane D, « Les banques acteurs de la globalisation financière », La Documentation française, Paris, 2006, p13.

Autrement dit, une série d'études empiriques montrent clairement que l'ouverture financière joue un rôle déterminant dans le déclenchement des crises bancaires.

En fait, la prise de risque excessive, l'intensification de la concurrence ainsi que le comportement spéculatif des banques représentent les principaux canaux à travers lesquels la libéralisation financière a été derrière l'émergence des crises bancaires.

Subséquentement, ces crises du système bancaire ont contraint beaucoup d'économistes à reconsidérer les effets avantageux de la déréglementation du secteur financier sur la performance économique et ont mis en exergue les risques d'une libéralisation financière hâtive, mal maîtrisée et mal adaptée aux conditions économiques des pays. En d'autres termes, si la libéralisation financière n'est pas accompagnée d'une régulation prudentielle appropriée et des réformes macroéconomiques et institutionnelles adéquates, elle peut fragiliser le système bancaire, voire même engendrer des faillites. En fait, pour qu'une libéralisation financière soit avantageuse et saine, elle doit être graduelle et ajustée aux conditions propres de l'économie.

Après avoir exposé les grandes lignes d'une politique d'ouverture financière alternative à celle qui est prônée et défendue par les IFI (Institutions financières internationales) et les théoriciens du « consensus de Washington », il convient maintenant de montrer la faisabilité de ces politiques et la possibilité de leur mise en œuvre.

Dans ce but, nous exposerons, dans le cadre de la partie suivante, l'expérience de libéralisation financière dans les pays émergents.

Deuxième partie :

**L'impact de la libéralisation
financière sur les pays
émergents**

Introduction de la partie2 :

Le romancier Stefan Zweig aura passé les dernières années de sa vie au Brésil. Il y écrira un essai, publié en 1941, une réflexion sur une Europe dépassée, mais surtout sur un pays qui l'étonnera par sa vitalité et son potentiel : le Brésil. Il décrira ce pays-continent comme une terre d'avenir (Zweig, 2005)¹.

Le futur a été aussi longtemps, à l'image du Brésil, la déclinaison des pays en développement, autre façon de les exclure des bénéfices du présent.

Aujourd'hui, c'est bien au présent que leurs promesses de potentiel se conjuguent. Pour un certain nombre d'entre eux, on ne parle plus d'ailleurs de pays en développement, mais de pays émergents. Les glissements et les foisonnements sémantiques ne trompent pas. La frontière autrefois stable entre le nord riche et le sud pauvre est en train de se déplacer.

Dans les années 70, les contours étaient relativement flous ; l'Espagne, par exemple, figurant jusqu'aux années de sa transition démographique dans cette catégorie de pays en devenir. Ce n'est qu'au cours des années 1980 et surtout des années 1990 que le concept commencera à prendre forme sous l'impulsion des financiers. Le label aurait été déposé par Antoine van Agtmael, un ancien de la Banque mondiale, reconverti en financier, aujourd'hui encore aux commandes d'un fonds d'investissement basé à Washington spécialisé sur les marchés émergents (Van Agtmael, 2007)².

Avec la sortie de la crise de la dette au cours des années 1990, les banques et les investisseurs vont se ruer vers ces nouveaux mondes. La banque nord-américaine JP Morgan inventera un indice, l'EMBI (Emerging Markets Bond Index) qui regroupera une trentaine de pays. Officiellement, les marchés émergents sont nés comme catégorie et classe d'actifs à part.

Tout un monde de la finance internationale va alors se mettre en place avec ses intermédiaires, ses investisseurs et ses originateurs, et plus tard, ses concepteurs de produits dérivés.

¹ Cœuré B, Santiso J, « Les marchés émergents : des marchés d'avenir », Revue d'Economie Financière, n°95, Novembre 2009, p9.

² Antoine Van Agtmael est aujourd'hui le président d'une firme d'investissement spécialisée dans les marchés émergents, voir le site : <http://www.emi-emm.com/>.

Cet univers connaîtra une expansion sans précédent au cours des deux décennies suivantes, une expansion marquée par de nombreuses crises qui, de l'Amérique latine à l'Asie, en passant par la Russie, visiteront toutes les zones.

En effet, depuis les années 1980, un nombre croissant de pays émergents s'est engagé dans le processus de libéralisation financière. Ce dernier s'est traduit par une profonde modification des structures financières des firmes dans le sens souhaité par les autorités : accroissement de la part des titres de créances négociables dans le financement externe et augmentation significative de la capitalisation boursière¹.

Toutefois, la multiplication des crises financières et bancaires dans les pays émergents a remis en cause les objectifs de cette libéralisation financière. Les principales crises ont concerné le Mexique en 1994, la Thaïlande, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et le Corée du Sud en 1997, la Russie en 1998, le Brésil en 1999, la Turquie en 2000 et 2001, et l'Argentine entre 2000 et 2002. Ces crises ont remis en cause l'idée selon laquelle la libéralisation financière a été créée afin d'améliorer le secteur financier, et par la suite promouvoir la croissance économique des pays émergents.

De ce fait, nombre de travaux empiriques dont certains effectués par des économistes du FMI montrent l'existence d'une relation entre les crises bancaires et financières et les politiques de libéralisation financière, souvent radicales, menées dans les pays émergents. Ils illustrent également le fait que les défaillances bancaires sont au centre des crises économiques et financières récentes des pays émergents.

La plupart de ces analyses, de nature principalement macroéconomique, mettent en avant deux séries d'explications : d'une part ; la libéralisation rend les banques plus vulnérables aux chocs macroéconomiques et, d'autre part, la fragilité financière de ces dernières serait aggravée par l'insuffisance des dispositifs de supervision, particulièrement patente dans les pays émergents.

Cependant, on ne doit pas être naïf en étudiant les implications de la libéralisation financière, mais plutôt on va prendre une nuance des effets. C'est vrai que la libéralisation

¹ Allegret J-P, Courbis B, Dulbecco P, « Intermédiation et stabilité financière dans les économies émergentes », Revue Française d'Economie, N°4, Volume 17, 2003, p214.

financière était sur plusieurs plans « coupable » mais on ne doit pas omettre qu'elle était bénéfique sur d'autres.

Pour clarifier davantage tous ces éléments, nous avons organisé cette partie de la façon suivante :

Le premier chapitre est consacré à l'identification et à la caractérisation des marchés émergents. Les discussions s'articulent autour de leur évolution et de leur profit de rentabilité et de risque, notamment de risques spécifiques.

Ensuite, dans le cadre du deuxième chapitre, nous nous proposons d'étudier les conséquences dévastatrices de la libéralisation financière dans les pays émergents et mettrons en relief le rôle de la libéralisation des mouvements de capitaux dans le déclenchement des crises financières récentes.

Enfin, le troisième chapitre est consacré à l'examen de deux expériences de pays émergents ayant vécu la transition vers la libéralisation financière totale. Il s'agit de la Corée du Sud et de la Chine. L'objectif de ce chapitre est de fournir des preuves tangibles de la viabilité des recommandations théoriques du chapitre 3 de la partie précédente. En effet, aussi bien pour la Corée que pour la Chine, la place de l'Etat était importante dans la mise en œuvre et l'application des réformes financières. Ce sont deux pays qui ont opté pour une forte réglementation de leurs systèmes financiers et pour un contrôle rigoureux des capitaux. Ce furent aussi deux pays qui ont réussi la transition vers la libéralisation financière, en adoptant une démarche prudente et graduelle. Toutefois, nous avons choisi d'évoquer ces deux cas même s'ils présentent beaucoup de similitudes, parce que leur élément de divergence met en valeur le point que nous avons défendu dans la partie précédente, à savoir l'importance de satisfaire les conditions préalables et surtout le maintien d'une politique prudente et graduelle même après l'ouverture. L'autre point de divergence entre les deux pays, découlant du premier, est que la Corée a connu la crise qui a secoué la région du Sud-Est asiatique en 1998, alors que la Chine ne l'a pas vécue. L'explication réside dans la précipitation au niveau de la conduite des réformes en Corée et dans l'ouverture brusque après des années de régulation et de rigueur financière.

Chapitre I :

La notion de pays émergent

Introduction au chapitre I :

Grâce à leur taux de croissance élevé ainsi que leur formidable potentiel de développement, les marchés émergents, suscitent à l'heure actuelle un grand intérêt auprès de beaucoup d'investisseurs.

En effet, les marchés émergents occupent actuellement une place importante sur la scène financière internationale. Cela étant, les actifs financiers de ces marchés sont largement acceptés par les investisseurs tant individuels qu'institutionnels et ils jouent un rôle de plus en plus considérable dans les stratégies de diversification de portefeuille.

Toutes les grandes institutions financières sont présentes sur ces marchés, à savoir en particulier la Banque Mondiale et le Fond monétaire international (FMI).

En finance, l'importance des marchés financiers émergents a été initialement mise en évidence par les travaux de Levy et Sarnat (1970) et surtout d'Errunza (1977)¹. Ces auteurs ont montré que l'inclusion d'actifs émis sur les marchés financiers émergents dans un portefeuille internationalement diversifié permet de réduire son risque global et d'améliorer en l'occurrence sa performance. Ce résultat provient, d'après eux, de la faible corrélation des marchés émergents avec les autres marchés dans le monde (y compris les autres marchés émergents). Certains analystes et gérants de fonds estiment qu'un portefeuille bien équilibré doit contenir 5% de titres émergents, et ils prévoient même que cette part va progresser dans le temps pour avoisiner les 15%.

L'évolution constante des marchés émergents à la suite de nombreuses réformes économiques dont, en particulier, la libéralisation financière et l'accroissement de l'importance de ces marchés dans les stratégies d'investissement international font émerger deux questions essentielles :

D'abord, peut-on distinguer les marchés émergents des marchés développés ? Et puis, quelles sont les caractéristiques spécifiques des marchés émergents ?

Ce chapitre essaiera d'apporter des éléments de réponse à ces interrogations. Pour ce faire, dans un premier temps un aperçu général des marchés émergents sera présenté (section1) pour s'intéresser par la suite à l'investissement dans ces derniers (section2).

¹ Nguyen D N, 2008, Op Citée, p17.

Section 1 : Aperçu général des marchés émergents

Les économistes séparent traditionnellement les nations du monde en deux groupes : celui des pays développés et celui des pays en développement (ou du tiers monde).

Parfois, un sous groupe des pays moins avancés est identifié au sein du second groupe, visant les pays les plus pauvres parmi le pauvre et caractérisé par un revenu par tête faible.

Récemment, les termes de pays émergent et de marché émergent ont également fait leur apparition dans la littérature, désignant les pays les plus dynamiques parmi les pays en voie de développement et les mieux intégrés dans l'économie désormais mondialisée sans qu'une définition exacte soit élaborée à cet effet.

Pour ce faire, notre première section sera consacrée à l'identification et la caractérisation des marchés émergents afin de les distinguer de leurs homologues développés et frontières (ou ceux qui sont à une étape précédant le stade de l'émergence).

1.1/ Caractérisation des pays émergents :

La notion d'économie ou de pays émergents est remarquablement mouvante, que ce soit dans le discours public ou dans celui, plus spécialisé, des sciences sociales. S'il est facile d'identifier des économies riches qui ont fini d'émerger et d'autres, par exemple en Afrique, qui n'ont jamais émergé, le partage entre les deux n'est pas aussi clair¹.

Selon le dictionnaire Le Robert « émerger » se dit d'un phénomène « qui s'impose à l'attention par sa valeur ». Subséquemment, on peut considérer qu'un pays, anciennement pauvre, émerge lorsque les efforts fournis par ce dernier s'inscrivent dans la perspective de changer et d'améliorer son économie. Ce changement s'effectue dans le but d'approcher, voire même d'atteindre les performances des pays et des économies les plus avancées.

Toutefois, les marchés émergents ne sont pas nécessairement petits ou pauvres, même si souvent ils font référence aux pays en développement. Si ces pays sont les plus concernés par la définition des marchés émergents, c'est parce que leurs caractéristiques économiques leur permettent d'amorcer un processus de croissance et de modernisation afin de s'améliorer,

¹ Sgard J, « Qu'est-ce qu'un pays émergent » dans Christophe Jaffrelot : « L'enjeu mondial : les pays émergents », Presses de la fondation nationale des Sciences politiques, 2008, p 41.

alors que les pays développés, eux, ont déjà acquis une maturité qui leur assure une certaine stabilité, une économie solide et de bonnes performances macroéconomiques.

L'expression 'marché émergent' apparaît au début des années 1980 lorsque les pays en développement ont décidé d'orienter leur économie vers l'économie de marché.

De façon générale, on qualifie d'émergents les pays dont les autorités sont sur la voie d'une libéralisation externe et interne du système financier¹. Cette libéralisation doit achever la transition d'une économie centralisée et fortement réglementée vers le 'marché libre', doté d'un système financier efficace et transparent.

Cependant, bien qu'elle soit largement utilisée en pratique, définir exactement un marché émergent n'est pas toujours évident. En fait, la notion de pays émergent ne correspond à aucune définition économique précise ; leur liste varie selon les auteurs qui se risquent à les désigner².

En effet, la notion de marchés émergents a été employée pour la première fois par la Société financière internationale³ en 1981 pour caractériser les économies en développement ayant un potentiel de croissance élevé. Selon l'Institut de finance internationale, les marchés de capitaux émergents (MCE) recouvrent un ensemble hétérogène d'économies telles que celle de la Chine, de Taiwan, du Brésil et des pays d'Europe centrale et orientale.

De ce fait, 29⁴ pays sont recensés par l'Institut de finance internationale (Institute of International Finance) :

En Asie-Pacifique : Chine, Corée du Sud, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande.

Amérique latine et centrale : Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Equateur, Mexique, Pérou, Uruguay, Venezuela.

Afrique-Moyen-Orient : Afrique du Sud, Algérie, Egypte, Maroc, Tunisie.

Par contre si on prend l'agence Standard & Poor's, elle considère qu'il existe 34 pays émergents, en 2008. Il s'agit des pays suivants :

¹ Grimbert D, Mordacq P, Tchameni E, « Les marchés émergents », Edition Economica, 1995, p71.

² Reverchon A et De Tricornot A, « Pays émergents : après la Chine, l'Inde et le Brésil, à qui le tour ? », Monde Economie, Edition du 26/01/2010.

³ La Société financière internationale appartient au groupe de la Banque mondiale.

⁴ Allegret J-P, « Les régimes de change dans les marchés émergents », quelles perspectives pour le XXI^e siècle ?, Edition Vuibert, Février 2005, p2.

Tableau3 : Liste des pays émergents par S&P

Amérique latine	Asie	Europe	Moyen Orient	Afrique
Argentine	Chine	République Tchèque	Bahreïn	Nigeria
Brésil	Inde	Hongrie	Jordanie	Egypte
Chili	Indonésie	Pologne	Arabie Saoudite	Maroc
Colombie	Corée du Sud	Russie	Israël	Afrique du Sud
Mexique	Malaisie	Turquie	Oman	Zimbabwe
Pérou	Pakistan	Slovénie	Iran	
Venezuela	Philippines			
	Sri Lanka			
	Taiwan			
	Thaïlande			

Source : S&P, Emerging Markets database, 2008, extrait de Hicham ASSALIH: «Les marchés financiers émergents: caractéristiques des performances », disponible sur l'adresse : <http://sceco.univ-poitiers.fr/recherpubli/doctravail/M20009-09.pdf>

Alors que Morgan Stanley Capital International « MSCI », ne prend en compte que 27 marchés, en Avril 2007. Ces pays sont marqués en gras sur le tableau ci-dessus. Ainsi, les pays du Moyen Orient, par exemple, bénéficiant avec MSCI d'une classe de pays distincte.

Et comme le phénomène de l'émergence est un processus dynamique, la liste des pays émergents fluctue dans le temps. En effet, certains pays ont rejoint la liste des marchés les plus développés. C'est le cas du Portugal et de la Grèce. D'autres ont fait leur entrée, c'est le cas des pays de l'Europe de l'Est depuis la chute du mur de Berlin. Certains marchés ont régressé, c'est le cas du Zimbabwe par exemple.

Dès lors, définir un marché émergent reste toujours un exercice délicat. Et donc, la présentation d'une définition universelle des marchés émergents et qui satisfait tout le monde, reste difficile.

En effet, à l'heure actuelle, il n'existe pas de définition universellement acceptée du concept de marché émergent¹. Des pays comme la Chine, la Corée du Sud, le Mexique ou le Brésil viennent immédiatement en tête lorsqu'on pense aux marchés émergents. Toutefois, ce ne sont que quatre marchés parmi la trentaine qui sont considérés comme émergents.

¹ L'Her J-F, Roberge M et Kortas M, « Marchés émergents : y être ou ne pas y être telle est la question », Article de la publication Avantages paru dans le numéro de Novembre 2004, p25.

En l'absence d'une définition formelle, une question fondamentale se pose : sur quelles bases se fonde-t-on pour établir qu'un marché peut être qualifié d'« émergent » ?

S'il n'existe pas de définition qui fasse consensus, il y a tout de même plusieurs caractéristiques qui permettent de qualifier les marchés émergents.

En effet, les marchés émergents peuvent être reconnus par les caractéristiques suivantes :

- Le PIB par tête des marchés émergents, d'après la SFI¹, est compris entre 800 et 9000 dollars américains en 1996². Ils regroupent des pays à revenus moyens ;
- Les marchés émergents ont été caractérisés, au niveau de la prise de décision en matière de politique économique, par des gouvernements très présents dans la gestion quotidienne de leurs économies. En effet, en plus de détenir une part importante des entreprises et de fixer les taux de change, les gouvernements financent, par émission de monnaie, la majeure partie de leurs dépenses ce qui justifie les taux d'inflation élevés. Cette omniprésence de l'Etat justifie une autre caractéristique de ces marchés, à savoir la répression financière. Celle-ci s'est développée avec l'augmentation du contrôle exercé par le gouvernement sur le secteur bancaire dans les pays en développement³. Désormais, cette caractéristique est de moins en moins apparente dans la mesure où les marchés émergents veillent à sortir d'une pareille situation compte tenu des aspects négatifs qu'elle présente. Ainsi, le retrait de l'Etat et la remise en cause de la répression financière permettent de distinguer la plupart des marchés émergents des pays en développement ;
- Les marchés de capitaux émergents se caractérisent aussi par un couple rendement-risque élevé. En effet, une plus grande volatilité, permet de générer à court terme des gains très importants (tel a été le cas dans certains pays d'Asie au cours des années quatre-vingt-dix, et notamment entre 1993 et 1997) ;
- Dans les pays émergents, la population est jeune, nombreuse et en forte croissance ;
- Les marchés émergents alternent souvent des périodes de forte rentabilité et des périodes de turbulences. Ainsi, leurs performances varient selon la période étudiée et l'environnement économique dans lequel ils évoluent. Les périodes de forte rentabilité

¹ Société Financière Internationale.

² Fattoum A, « Politiques monétaires et gestion macroéconomique des entrées de capitaux : le cas des pays émergents », Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université Louis Lumière Lyon 2, 2005.

³ Ce contrôle est même allé jusqu'à fixer des taux d'intérêt d'équilibre du marché, ou de constituer des réserves obligatoires permettant à l'Etat de financer son déficit extérieur à moindre coût.

peuvent être liées à la stabilité politique et juridique qui les caractérise et qui leur a permis de stimuler, dans le cadre de la libéralisation financière et économique, l'entrée des investisseurs étrangers. Elles peuvent aussi être liées à des processus spéculatifs et d'emballement financiers au niveau international ;

- Un élément particulièrement important pour caractériser les marchés émergents se rattache à l'opportunité d'investissement qu'apportent ces marchés aux investisseurs étrangers. Investir dans les marchés émergents est devenu dans les années quatre-vingt-dix, beaucoup plus lucratif qu'investir dans les marchés matures. Toutefois les risques sont souvent plus importants et sont généralement liés aux problèmes de liquidité, au manque de transparence et aux grandes variations des prix¹ ;
- Les économies de marchés émergents sont aussi caractérisées par leur aspect transitoire, matérialisé par le passage d'une économie fermée à une économie ouverte. Cet aspect de l'émergence explique le dynamisme des marchés en question ainsi que leur perpétuelle évolution. En effet, le passage à une économie ouverte, requiert un ensemble de réformes économiques conduisant les pays à avoir une économie plus forte, ayant de meilleures performances, et dont le marché de capital est plus efficace et présente plus de transparence. Ces réformes touchent en grande partie le système financier ainsi que le système de taux de change, dans la mesure où une monnaie stable permet d'accroître la confiance accordée à son économie, en particulier lorsque cette économie est en mesure d'attirer des investisseurs étrangers.

Ces critères permettent d'identifier sommairement les économies émergentes. Cependant, certains marchés en développement situés, juste, avant le stade de l'émergence sont désignés par le terme 'marché pré-émergents' pour les distinguer des marchés émergents actuels et des autres marchés en développement².

Dans ce qui suit, nous présenterons les modalités de financement des pays émergents.

¹ Ce point sera développé avec la deuxième section de ce chapitre.

² En général, les marchés pré-émergents ou 'frontier markets' sont moins larges et moins liquides que les marchés émergents actuels. Ils sont, de plus, moins transparents parce que les informations sont plus rares, et généralement coûteuses. Bien que les marchés pré-émergents proposent, depuis le début des années 1990, aux investisseurs étrangers une classe d'actifs qui est très différente de la classe d'actifs offerts par les marchés émergents, ces marchés ne sont pas encore considérés comme accessibles conformément aux critères de l'IFC.

1.2/ Les systèmes bancaires :

Lorsqu'on examine les systèmes bancaires des marchés émergents, il apparaît que ce mécanisme est trop rigide et ne s'adapte pas toujours à des situations de risques bancaires croissants et de relative inefficience dans les systèmes bancaires.

Les banques jouent un rôle majeur dans le système financier car elles sont les mieux à même de réduire les problèmes d'asymétrie d'information. Comme elles font des crédits privés non échangeables, elles sont les seules à pouvoir profiter de l'information qu'elles produisent.

De plus, elles ont des avantages dans la collecte d'information. Les banques jouent ainsi un rôle irremplaçable dans les marchés émergents car dans ces pays, il est encore difficile d'obtenir de l'information sur les entreprises privées. Et plus l'information obtenue est de mauvaise qualité, plus les problèmes d'asymétrie d'information sont importants et nuisent au fonctionnement des marchés financiers (Mishkin 2000)¹.

Cela laisse donc au système bancaire la responsabilité de la majorité du financement de l'économie. Dans les premières étapes du développement économique, il n'est pas surprenant que le système bancaire se développe plus vite que les marchés financiers (Bisignano 1999)². Cela tient à l'absence de droits de propriétés clairement définis, d'un système légal efficient pour régler le respect des conditions des contrats et des procédures de mise en faillite et à l'absence de standards comptables et de règles de publication des données financières.

Les économies émergentes n'en sont certes plus aux premiers stades du développement mais l'intermédiation bancaire reste le mode de financement externe privilégié de l'économie. Les marchés financiers existent et sont en pleine croissance mais ils restent encore peu liquides et étroits sur certains actifs. De plus, ils sont souvent dominés par un nombre relativement faibles d'intervenants (souvent bancaires d'ailleurs).

Typiquement, le système bancaire domine le processus d'intermédiation, souvent avec une intervention à peine déguisée de l'Etat et régulièrement avec des garanties publiques implicites étendues. S'ils présentent des différences notables, les systèmes bancaires des économies émergentes ont en commun plusieurs caractéristiques:

- Ø Taux d'intérêt réels beaucoup plus élevés qu'auparavant.
- Ø Expansion très rapide du crédit bancaire au secteur privé.
- Ø Fragilité de certains segments du système bancaire.

¹Delorme A, « Stabilité des systèmes bancaires des marchés émergents : une proposition de régulation prudentielle différenciée », proposition de communication aux 19^{ème} Journée Internationale d'Economie Monétaire et Bancaire, Lyon, 6 et 7 Juin 2002, p4.

² Idem.

- Ø L'intensification de la concurrence n'a pas toujours entraîné une rationalisation des systèmes bancaires souvent très morcelés dont ces économies ont hérité.
- Ø Prises de risque excessives en comptant sur la garantie tacite d'un soutien officiel en cas de difficultés. Les établissements bancaires, qui s'étaient développés dans un climat d'étroite réglementation, manquaient souvent de l'expérience nécessaire pour évaluer et gérer correctement les risques.
- Ø La politique de crédit dirigé pratiquée antérieurement a légué aux banques des créances irrécouvrables.

Dans nombre d'économies émergentes, le rôle et le fonctionnement du système bancaire sont intimement liés à la politique et au comportement du gouvernement (Honohan 1997)¹. Cette implication peut prendre diverses formes : participation majoritaire de l'Etat dans le capital, programmes de crédit ou d'investissement dirigés, taxes différenciées selon les produits bancaires, subventions explicites ou implicites... Bien souvent, il n'y a pas eu d'effort suffisant pour remédier aux carences héritées de l'époque où le secteur était contrôlé et protégé par l'Etat. Les banques publiques pouvaient se permettre d'avoir un effectif pléthorique ou trop de succursales.

1.3/ Les marchés financiers :

Comme les pays développés, les pays émergents ont aussi leurs propres marchés financiers qui ont été créés pour faciliter la confrontation entre l'offre et la demande de capitaux des agents économiques. Le marché obligataire, celui des crédits syndicalisés et celui des actions en constituent les segments les plus actifs.

L'étude de leur évolution récente en termes d'émissions d'actifs financiers, présentée dans le tableau 4, montre que les émissions des obligations et des crédits syndicalisés constituent la principale source de financement des marchés émergents. Bien qu'il augmente de façon assez régulière, le montant des émissions d'actions reste encore modeste. Ce phénomène est tout à fait explicable dans la mesure où les actions sont échangées sur les marchés locaux et sont soumises aux réglementations spécifiques du pays où l'émission a eu lieu, ce qui restreint significativement l'activité des investisseurs étrangers. Or, ceci n'est pas le cas pour les obligations dont en particulier les obligations internationales qui échappent par défaut à toutes les contraintes du pays de l'émetteur. L'émission obligataire est, de ce fait, plus avantageuse et plus aisée qu'une émission d'actions. Une autre explication s'ajoutant à la

¹ Delorme A, 2002, Op Citée, p5.

précédente concerne l'existence des taxes discriminatoires relatives aux investissements étrangers et des restrictions sur la détention d'actifs ainsi que l'inefficacité du système de protection des investisseurs qui ont poussé les investisseurs étrangers vers les instruments globaux tels que ADR (American Deposit Receipts), les GDR (Global Depositary Receipts) et le Fonds pays au détriment des actions¹. En effet, du fait de leurs caractéristiques atypiques, ils permettent aux investisseurs non-résidents d'accéder de manière indirecte aux marchés émergents 'techniquement' fermés.

Le tableau 4 met également en évidence l'effet de la crise asiatique sur les émissions d'actifs financiers dans les pays émergents, marqué par la chute brutale du montant des émissions d'actifs en passant de 126,2 milliards d'USD en 1997 à seulement 79,5 milliards d'USD en 1998, soit une baisse de 45,83%.

Cependant, malgré la reprise progressive des émissions d'actifs durant les dernières années, leur valeur totale est loin d'être comparable à celle de 1997.

Tableau 4 : Financement des marchés émergents

Année \ Marché	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
	Obligations	59,2	103,0	126,2	79,5	82,4	80,5	89,0	61,6
Actions	10,0	17,8	26,2	9,4	23,2	41,8	11,2	16,4	28,0
C.S	82,0	89,0	122,5	60,0	58,1	94,2	61,9	57,6	70,0

Unité : en milliards d'USD.

C.S : désigne les crédits syndicalisés.

Source : International Capital Markets (IMF, 2001) et Global Financial Stability Reports (IMF, 2004), extrait de Duc Khong Nguyen, 2008, Op Citée, p25.

1.3.1/ Le marché des obligations :

Tout comme sur les marchés développés, les obligations correspondent à la volonté des propriétaires des entreprises d'augmenter leurs moyens de financement sans diluer le capital ni perdre une partie du pouvoir qu'ils détiennent. Quant aux investisseurs, ils ont recours aux

¹ Les ADR et GDR des dépôts bancaires disposant de caractéristiques similaires à celles d'une action ordinaire, mais ils donnent aux détenteurs le droit de les convertir en actions des firmes cotées sur les bourses émergentes. Un fonds pays offshore, quant à lui, est une compagnie d'investissement gérée par des spécialistes qui émet une action sur le marché national et détient en même temps les titres financiers des marchés émergents.

obligations afin d'effectuer des placements qui rapportent des revenus fixes et ne fluctuent pas en fonction des résultats de l'entreprise.

Sur ce marché, les banques et les entreprises sont les principaux émetteurs des dettes obligataires. Pour la plupart des marchés émergents, ce type d'obligations n'est pas encore accessible aux investisseurs étrangers. En raison de l'accroissement d'une concurrence acharnée en matière de capitaux sur la scène financière internationale, les marchés émergents ont massivement recours, dans les années récentes, à des émissions d'obligations internationales qui sont constituées d'obligations étrangères et euro-obligations. « *Une obligation étrangère est un emprunt obligataire effectué sur un marché domestique par un non-résident* »¹, les euro-obligations par contre se réfèrent à des obligations libellées dans une des monnaies des pays développés et placées par un syndicat international de banque.

C'est ce qui explique la part croissante du marché obligataire dans le financement des marchés émergents comme on peut le constater dans le tableau 4. L'avantage des obligations internationales tient au fait qu'elles sont accessibles à tous les types d'investisseurs car elles échappent à la réglementation du pays auquel appartient l'entreprise émettrice. Ce type d'instrument financier non régularisé permettant aux émetteurs de différentes nationalités de lever les fonds dans un pays autre que le leur a été développé dans les années 1960. Les émissions n'étaient possibles dans un premier temps que dans les pays développés où les émetteurs possèdent une crédibilité élevée. Dans un deuxième temps, ce marché s'est élargi et a également donné l'accès aux marchés des pays en développement où les émetteurs se caractérisent par un niveau de reconnaissance et de crédibilité moins élevée. Dans l'univers des marchés émergents, l'Argentine, le Brésil, la Corée du Sud, l'Indonésie, le Mexique et la Thaïlande sont considérés comme les émetteurs les plus crédibles. Le marché des obligations internationales est, de nos jours, accessible aux autres marchés récemment ouvert à la finance globalisée comme la Jordanie, le Sri Lanka et la Slovaquie. En général, les obligations internationales émises par les émetteurs appartenant aux pays émergents ont fréquemment une maturité allant de 2 à 5 ans. Certaines d'entre elles peuvent toutefois avoir une maturité plus longue qui s'allonge jusqu'à 17ans.

Dans les années 1990, la qualité de crédit des pays émergents s'est améliorée substantiellement. Certains pays se sont vus attribuer des notations (ou ratings) relativement élevées en matière d'émissions d'obligations internationales. En 1995, la Corée du Sud, par

¹ Simon Y, Mannai S, « Techniques financières internationales », Economica, 2002, p276.

exemple, a été notée A1 par S&P's, A+ et puis AA- par Moody. Un autre pays, la Thaïlande, a été notée A2 par Moody et A par S&P's. De telles notations sont attribuées en fonction des perspectives de remboursement des engagements d'un Etat envers les créanciers (notation souveraine). Conformément au grille de 'ratings' des agences de notation concernées, les notes accordées à deux pays émergents cités signifient que les obligations souveraines émises par ces pays ne sont pas des obligations à haut risque (ou junk bonds). Or, il est à noter que malgré leurs meilleures appréciations, la Corée du Sud ainsi que la Thaïlande se sont trouvées en crise deux ans plus tard, ce qui révèle clairement le caractère imprévu des situations économiques dans les pays émergents. Il s'ensuit que toute stratégie d'investissement, pour qu'elle soit réussie, doit impérativement en tenir compte.

1.3.2/ Le marché des crédits syndicalisés :

Les eurocrédits ou encore appelés 'crédits syndicalisés' constituent une des sources de financement les plus importantes dans les marchés émergents. Ces crédits sont octroyés par un syndicat international de banque et non pas par une banque unique, et ils sont émis dans une des monnaies des pays développés.

En 2000, ce marché approche le niveau record atteint en 1997 avec 94,2 milliards d'USD, ce qui place les émissions d'eurocrédits au premier rang des flux de financements privés. La région asiatique a été le principal bénéficiaire de cette croissance des eurocrédits avec une valeur d'émission total de 56 milliards d'USD. Parmi les 38,2 milliards d'USD restants, le marché turc a bénéficié à lui seul de 9,5 milliards grâce à son programme de stabilisation mis en place en 2000.¹

La forte liquidité du marché des eurocrédits s'explique par le fait que les eurocrédits sont moins onéreux pour les marchés émergents. La maturité moyenne des eurocrédits pour les marchés émergents diminue significativement durant les dernières années et reste légèrement supérieure à 3ans. Cette tendance sous-entend que les eurocrédits sont utilisés pour financer les besoins ponctuels tels que les fusions et les acquisitions plutôt que les projets à long terme.

¹ Ces chiffres ont été fournis par Nguyen D K, 2008, Op Citée, p28.

1.3.3/ Le marché des actions :

Le marché des actions est un des segments évolutifs des marchés financiers des marchés émergents. Le nombre de sociétés cotées, le volume de transaction et la taille des plus grands marchés émergents ont remarquablement augmenté dans les années récentes. La capitalisation boursière du marché d'actions brésilien a par exemple augmenté de 16,35 milliards d'USD en 1990 à 234,56 milliards d'USD en 2003¹, soit une augmentation de plus de 14fois. De même, le volume de transaction de ce marché s'est rapidement accru sur la même période. En 2003, il s'est établi à 60,44 milliards d'USD², soit près de 11fois son niveau en 1990. Cette tendance est aussi constatée en général sur les autres marchés. La part des marchés émergents dans la capitalisation boursière mondiale, indiquée dans le tableau 5, s'est établie à 11,44% en 2003. Quelques marchés ont déjà une capitalisation boursière plus importante que celle des marchés développés de petite taille. Par exemple, Taiwan et la Corée du Sud atteignent une capitalisation boursière excédent 300 milliards d'USD alors que la Nouvelle-Zélande et la Belgique ne réalisant que 33,052 et 173,612 milliards d'USD de capitalisation respectivement.

En même temps, le nombre de sociétés sur les places boursières émergentes ne cesse d'accroître et s'élève à 25441 firmes en 2003 comparées à 24414 firmes enregistrées sur les marchés développés. Cependant, la taille moyenne des firmes émergentes reste encore très inférieure à celle des firmes dans les marchés développés.

Eu égard aux ratios de turnover mesurés par le volume de transaction annuel rapporté à la capitalisation boursière, certains marchés boursiers émergents ont désormais un volume d'activités comparable à celui des marchés développés³.

Nous pouvons également observer une forte concentration sur ces marchés, représentée par la capitalisation boursière des dix plus grandes firmes en pourcentage de la capitalisation boursière du marché dans le cas des marchés émergents. Cet indicateur est, pour les marchés développés, mesuré par la capitalisation boursière de 5% des plus grandes firmes divisée par la capitalisation boursière totale du marché.

¹ Nguyen D K, 2008, Op Citée, p28.

² Idem.

³ L'IFC évalue le ratio turnover par le rapport entre le montant total des transactions et la capitalisation boursière moyenne, exprimées en monnaie locale, sur une période de référence (sur un mois ou une année). La capitalisation boursière moyenne se réfère à la moyenne de deux éléments : la capitalisation boursière en fin de la période courante et la capitalisation boursière en fin de la période précédente.

Le développement rapide des marchés émergents repose essentiellement sur l'adoption de nouvelles orientations en matière de politiques économiques, sur les réformes structurelles dans le secteur bancaire et financier ainsi que sur la libéralisation financière.

Parmi ces facteurs cités, la libéralisation financière paraît être le plus important déterminant. L'abolition progressive des restrictions réglementaires prohibant l'investissement international a en effet permis aux pays émergents d'avoir un accès au marché mondial des capitaux, de stimuler l'activité du secteur financier et bancaire en raison de l'accroissement de la compétition étrangère sur les marchés nationaux et de promouvoir la croissance économique. Les entreprises locales peuvent, quant à elles, profiter des avantages de l'intégration financière des marchés de capitaux dont notamment la disponibilité et la déduction du coût des capitaux empruntés ou levés¹.

Tableau 5 : Evolution des marchés d'actions émergents sur la période 1990-2003

Marchés	Nbr. De firmes cotées		Volume de transaction		Capitalisation boursière	
	1990	2003	1990	2003	1990	2003
Argentine	179	107	0,85	4,91	3,27	38,93
Brésil	581	367	5,59	60,44	16,35	234,56
Chili	215	240	0,78	6,54	13,64	86,29
Colombie	80	114	0,07	0,41	1,42	14,26
Inde	6430	5644	21,92	284,80	38,57	279,09
Corée du Sud	669	1563	75,95	862,71	110,59	329,62
Malaisie	282	897	10,87	50,14	48,61	168,38
Mexique	199	159	12,21	23,49	32,73	122,53
Taiwan	199	669	715,01	592,01	100,71	379,02
Thaïlande	214	405	22,89	96,57	23,90	118,71
Venezuela	76	54	2,23	0,15	8,36	3,82

Le volume de transaction et la capitalisation boursière sont en milliards d'USD.

Source: IFC (1993) et S&P's Global Stock Markets Factbook (2004), extrait de Duc Khong Nguyen, 2008, Op Citée, p29.

1.3.4/ Les marchés dérivés :

Comme leur nom l'indique, les produits dérivés (derivative products ou derivatives) « sont des instruments dont les caractéristiques découlent ou « dérivent » d'autres

¹ Nous pouvons noter à ce stade qu'une des nouvelles orientations importantes dans les politiques économiques des pays en développement au début des années 1980 est la volonté de transformer l'économie nationale vers une économie de marché comme cela a été traité dans la première partie de ce travail de recherche.

instruments, qu'on appelle « sous jacents » (underlying) »¹. En d'autres termes, ce sont « des contrats dont la valeur dépend (ou 'dérive') de celle d'un actif ou d'un indice sous-jacent »²

Les dérivés financiers peuvent avoir pour sous-jacent tout types d'instruments financiers : matières premières, indices boursiers, actions, devises ou taux d'intérêt.

La structure des revenus des pays émergents étant souvent dépendante de l'exportation de matières premières et de ses revenus, ces pays ont développé depuis de nombreuses années des produits dérivés, afin de transférer le risque de variation des prix des matières premières et des marchandises.

En revanche, les produits dérivés sur indices, actions, taux d'intérêt ou de change sont relativement récents sur ces marchés, à l'exception de certains pays d'Asie dont la Malaisie et la Chine, et du Brésil. Il existe également peu de marchés bien établis et bien organisés de ces produits, comme cela existe sur les marchés développés.

1.3.4.1/ Intérêt et typologie des produits dérivés :

Les produits dérivés sur les marchés émergents ont été pour la première fois commercialisés à une grande échelle en 1990, lorsque les banques ont cherché à consolider le rendement sur les dettes qu'elles détenaient. Malgré les événements liés aux pertes de la Banque Barings à Singapour, ces produits correspondent à une nécessité réelle du pays concerné autant pour l'économie que pour l'investisseur, et sont appelés à se développer.

Au sein des marchés émergents, les marchés dérivés permettent aux investisseurs de se protéger contre les risques inhérents aux titres dont ils sont les sous-jacents. Ils constituent également un moyen d'accéder au marché pour les investisseurs ne désirant pas acquérir directement les titres sous-jacents.

En général, les produits dérivés appartiennent à l'une des deux grandes catégories, les contrats de type "forward" et les contrats de type option.

Plusieurs de ces produits offrent aux investisseurs la chance de créer un levier pour leurs rentabilités en échange d'une plus grande exposition aux risques.

¹ Ruttiens A, « Manuel des produits dérivés », Editions Eska, 2000, p15.

² Banque de France, « Les marchés de produits dérivés en France », Bulletin de la Banque de France, n°2, Février 1994, p112.

Les produits dérivés peuvent également offrir aux investisseurs des moyens plus sûrs et plus intéressants d'entrer sur certains marchés, en éliminant les problèmes liés à la conservation de titres, à l'information et aux procédures de paiement-livraison. Acheter des titres d'un pays par le biais d'un produit dérivé dont la valeur reflète celle de l'action sous-jacente constitue une possibilité plus pratique. En outre, sur les marchés les plus volatils, les produits dérivés, particulièrement ceux basés sur les indices ou des paniers de titres, peuvent permettre de diversifier les risques. En reflétant la valeur des indices, les dérivés offrent enfin un accès à des marchés qui sont parfois très illiquides.

Au sein même des marchés émergents, les compagnies nationales ont de plus en plus recours aux dérivés au sein de bourses locales dynamiques, comme celles du Brésil et d'Asie.

En 1993, la Bolsa Mercadorias e Futuros de Sao Paulo au Brésil a été la cinquième bourse la plus active au monde, ses "futures" sur taux d'intérêt, sur indice d'actions et sur l'or figurant parmi les 30 premiers contrats mondiaux.

Avant de passer à un autre point, il est important de souligner que le développement de ces marchés requiert quelques conditions préalables. Celles-ci sont impératives pour assurer le succès et le développement des "futures" et des options. Elles sont d'ordre réglementaire et économique. On peut les présenter comme suit :

1.3.4.2/ Les conditions préalables :

1.3.4.2.1/ La transformation du cadre réglementaire : sont requis la création d'une chambre de compensation, une standardisation des contrats et un mécanisme de "mark-to-market" quotidien. Une telle transformation dépend dans une large mesure du cadre institutionnel et légal des activités de marchés de capitaux locaux et donc des efforts des institutions régulatrices et des instances de supervision. Il faut notamment s'assurer de l'intégrité des participants et des intervenants sur le marché, tout en veillant à une bonne coopération (circulation de l'information) entre les autorités des marchés sous-jacents et ceux des dérivés.

1.3.4.2.2/ Les conditions économiques : puisque les marchés de contrats à terme (sur taux principalement) sont intrinsèquement liés aux marchés de leur sous-jacent, il est évident que

la taille, la profondeur et la volatilité sont des indicateurs quant à la nécessité du recours aux produits dérivés. Il faut, en fait, que les contrats concernent des sous-jacents sur lesquels existe un volume de transaction important. Ainsi, sur les marchés émergents, les premiers contrats ont souvent concerné des matières premières essentielles ou un compartiment particulièrement actif du marché local, qu'il s'agisse d'actions ou de produits de dette. On peut néanmoins objecter que l'introduction de contrats de taux "futures" d'échéances diverses peut être un moyen de créer des indices de références, appelés "benchmarks", sur le marché du cash, ainsi que d'en accroître la liquidité.

Enfin, il faut prendre en compte la volatilité du marché du sous-jacent, dans la mesure où, pour assurer le succès d'options ou de contrats, il faut qu'existe une demande de transfert de risque. Ainsi, la réussite des "futures" brésiliens peut être notamment attribuée à l'inflation existante et à la forte volatilité des prix.

Certains marchés émergents ont su créer les conditions nécessaires au développement d'un tel marché. Le Brésil qui en est un exemple, est présenté ci-dessous ainsi que les enseignements que l'on peut en tirer.

1.3.4.3/ L'exemple réussi : le cas brésilien

1.3.4.3.1/ La mise en place du marché :

Pour répondre à la demande des investisseurs, la Bovespa, la bourse des valeurs de Sao Paulo, a créé en 1979 un marché organisé d'options sur les actions. L'apparition de cotation d'options de gré à gré avait en fait démontré le potentiel, comme le besoin, d'un marché organisé d'options pour les besoins de couverture. Les produits agricoles et les matières premières ont suivi le même chemin. Un marché de gré à gré existait déjà mais il était peu transparent et peu liquide. La Bovespa a donc créé en 1986 un marché à terme sur matières premières. La Bovespa a offert en 1995, au travers de son marché à terme des options, des contrats sur devises, sur taux, sur indices et matières premières, mais aussi des swaps de taux, ce qui correspond à la gamme de service des grandes places financières. Le succès rencontré par la Bovespa lors de l'introduction de ces produits s'explique par la préférence des investisseurs pour les échanges dans le cadre de marchés standardisés, plus sûrs (se prêtant à une gestion des risques plus aisée) et plus liquides. Néanmoins l'hyper inflation affectant

l'économie brésilienne a rendu opportune l'offre d'options libellées en dollar et d'une maturité supérieure à un an, afin de permettre des investissements à un horizon plus lointain.

1.4/ L'hétérogénéité des marchés émergents :

A part les similitudes imposées par le statut d'émergence, les marchés émergents se montrent assez différents les uns des autres. Les disparités les plus importantes se réfèrent notamment au niveau de l'ancienneté, de la taille et du degré de développement. Il est facile d'observer que certains marchés émergents sont beaucoup plus anciens que d'autres. Les marchés boursiers turc, brésilien et indonésien ont, par exemple, été établis respectivement en 1866, 1877 et 1912 alors que les marchés chinois (Shanghai et Shenzhen) n'ont été fondés qu'en 1992.

L'écart de taille est un autre trait marquant. A titre d'illustration, les informations relatives à l'année 2003 montrent que la capitalisation boursière des plus grands marchés émergents s'élève à 681,204 milliards d'USD pour la Chine et à 379,023 milliards d'USD pour Taiwan, tandis que la capitalisation boursière de nombreux autres marchés comme le Nigeria, le Venezuela et le Zimbabwe reste encore inférieure à 10 milliards d'USD¹.

La disparité du degré de développement entre les marchés émergents demeure également considérable. Elle se traduit par le fait que certains marchés s'engagent dans un processus de maturité plus rapide que d'autres. Nous remarquons par exemple que la Grèce a obtenu son statut de marché développé en 2001² après avoir été un marché émergent pendant une courte période de temps.

L'hétérogénéité des marchés émergents s'explique notamment par le fait qu'ils ne se situent pas aux mêmes stades de développement. En effet, chaque marché émergent évolue à son propre rythme : néanmoins les similitudes qui découlent de ces évolutions permettent de distinguer quatre phases par lesquelles passe chaque marché comprenant de ce fait la phase embryonnaire, la phase de faible activité, la phase de développement actif et la phase de maturité.

¹ Nguyen D K, 2008, Op Citée, p22.

² Idem.

1.4.1/ Phase embryonnaire :

Pendant cette première phase, les cours des valeurs ont tendance à augmenter. Cependant, à cause de leur petite taille et du fait des faibles volumes, ces marchés boursiers offrent des opportunités d'investissement encore très limitées.

En effet, cette phase est typiquement caractérisée par l'embryon des activités d'échange, l'absence de l'automatisation des opérations boursières et des échanges discontinus (une séance d'échange par jour et 2, 3, 4 ou 5 jours de cotation par semaine). Les autres caractéristiques regroupent, entre autre, de faibles volumes de transaction, la faible liquidité, l'absence de transparence informationnelle et le manque de régulations de la part des organes politiques et législatifs à l'égard des sociétés cotées. En réalité, le marché boursier ne semble pas encore attirer l'attention des entreprises.

1.4.2/ Phase de faibles activités :

Le marché des valeurs disposant d'une certaine crédibilité, les pressions exercées par l'extérieur pour obtenir de plus grandes facilités d'accès et celles à l'intérieur pour faire baisser le coût du capital entraînent une libéralisation du système financier.

L'efficacité et le dynamisme du marché boursier sont stimulés par les introductions en bourse des entreprises étatiques après avoir été privatisées. Lorsque les marchés boursiers se développent grâce à la privatisation, les autorités des marchés financiers commencent à engager des réformes réglementaires liées à des opérations boursières.

Cependant, deux facteurs limitent encore l'intérêt des investisseurs : la faible taille du marché et la persistance de contraintes réglementaires.

1.4.3/ Phase de développement actif :

Les gouvernements des pays émergents continuent la réforme du marché boursier en insistant sur l'adaptation des systèmes d'échanges automatisés, sur la cotation en temps continu des valeurs boursières et notamment sur l'ouverture des marchés de capitaux aux investisseurs étrangers.

Durant cette phase, le marché émergent offre des rendements plus élevés et moins volatils. Les investisseurs absorbent aussi plus facilement les nouvelles émissions dont le volume augmente rapidement. Cela traduit en fait des besoins en fonds propres accrus, émanant tant des entreprises déjà cotées que des programmes de privatisations.

Parallèlement on constate généralement une augmentation des volumes de transaction assortie d'une intermédiation plus efficace.

Il existe aussi pendant cette période une arrivée massive des flux de capitaux étrangers à destination des marchés émergents.

Il faut enfin garder à l'esprit que les marchés émergents conservent au cours de cette phase leur aptitude à surprendre les investisseurs, comme tout marché boursier certes, mais dans des proportions beaucoup plus importantes que les marchés mûrs.

Il importe de noter que la plupart des marchés émergents se trouvent actuellement à ce stade de développement.

1.4.4/ Phase de maturité :

Cette phase est marquée par l'aboutissement des réformes réglementaires. Les barrières entravant l'investissement international sont supprimées en grande partie et les risques spécifiques comme le risque politique et le risque de liquidité déclinent grandement. Certains marchés émergents ont un niveau d'efficacité opérationnelle et un volume de transaction comparables à ceux des marchés développés. Ils sont en général assez stables et intégrés au système financier mondial. Les exemples concrets incluent des marchés boursiers taiwanais, sud-coréen et thaïlandais.

Au long de ces quatre phases, il apparaît que, si en période d'expansion de l'économie mondiale, le développement des marchés de capitaux tend à s'accélérer, celui des marchés émergents est plus rapide, confirmant qu'au cours de ce processus d'évolution leur principale caractéristique reste leur étroitesse. Celle-ci tend à se résorber petit à petit mais les montants de la capitalisation et des volumes de transactions demeurent en général assez faibles et fluctuants au gré des reflux des capitaux étrangers.

1.5/ Le poids des pays émergents dans l'économie mondiale :

Jusqu'au tournant du siècle, la référence à une « économie émergente » avait une connotation négative¹ : incertitude, risques, piètres décisions de politique économique.... Au cours de la dernière décennie, certains pays ont réussi à modifier considérablement cette perception. L'incertitude est devenue volatilité et le risque est assorti de récompenses. Les choix politiques sont devenus beaucoup plus pragmatiques dans un grand nombre d'économies, leur conférant orthodoxie et durabilité (dans le temps aussi bien qu'en matière de politique). En conséquence, le poids des pays émergents dans l'économie mondiale est devenu de plus en plus considérable.

Dans les années 70 et 80, l'apport net total à ces pays n'était que de 10 à 20 milliards de dollars en moyenne par an, soit environ 1% de leur PIB combiné. Or, rien qu'en 1991, cet apport s'est chiffré à 120 milliards, puis il a progressé constamment, atteignant 280 milliards en 1997 (plus de 4% du PIB)².

Le poids des marchés de capitaux émergents dans le PIB mondial est passé de 14,1 % en 1992 à 23,3% en 2003³. A titre de comparaison, les Etats Unis ont représenté 30,4% du PIB mondial en 2003, contre 22,9% pour la zone euro et 11,9% pour le Japon. En outre, sur la période 1992-2004, le taux de croissance moyen en terme réel du PIB des marchés de capitaux émergents a été tendanciellement supérieur à celui des principaux pays industrialisés. Ce rythme de croissance révèle combien les marchés de capitaux émergents sont devenus importants pour les pays avancés afin de tirer la croissance mondiale.

Ce corollaire à ce poids croissant dans le PIB mondial est la place des marchés de capitaux émergents dans le commerce mondial⁴. En 1995, ces derniers ont représenté 10,3% des exportations mondiales et 10,3% des importations mondiales ; en 2003, 15,8% et 14% respectivement⁵. Le rôle de la demande chinoise est particulièrement important : de 2000 à 2003, selon les données de l'OMC la part des importations chinoises dans les importations mondiales (hors commerce intra-européen) est passée de 4,3% à 6,9%⁶. Selon la Banque

¹ Balmaseda M, Nieto E, « Les économies émergentes dans un monde interdépendant : le cas de l'Amérique Latine », Revue d'Economie Financière n°95, Novembre 2009, p71.

² Knight M, « Les pays en développement ou en transition devant la libéralisation financière », Revue Finance et Développement, Juin 1999, p32.

³ Données du FMI extrait de Allegret J-P, 2008, Op Citée, p3.

⁴ Données de l'Organisation mondiale du commerce, sauf pour la Chine où les données de la Banque asiatique de développement. Hors Chine, et pour l'année 2003, les marchés de capitaux émergents ont représenté 11,5% des exportations mondiales et 10,2% des importations.

⁵ Allegret J-P, 2008, Op Citée, p4.

⁶ Lebastard D, Mongrué P, « Marchés émergents », Revue Economique N° 60, 18 Novembre 2004, p1.

Mondiale, pour la première fois, la croissance « émergente » précéderait la croissance du monde développé.

En 2003, l'agence Goldman Sachs montre que le PIB de quatre pays qu'elle appelle les BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine), qui représentent en 2003 moins de 15% du total des PIB des pays du G6, dépassera ce total en 2050¹. Ces prévisions confirment les craintes des pays développés face à la croissance des économies émergentes.

Les marchés de capitaux émergents ont aussi exercé une attractivité importante au niveau des investissements directs étrangers (IDE). Si en 1995 ils représentaient 16,7% du stock d'entrée mondial, en 2003 ; cette part est passée à 18,4%. Pour cette dernière année, la part de l'Union européenne s'est élevée à 36,8% et celle des Etats-Unis à 19%². En Chine, l'investissement direct étranger a augmenté de 7,5% en glissement annuel au premier trimestre 2010, à 23,4³ milliards de dollars, car les sociétés étrangères continuent d'investir en Chine.

Ainsi, d'après le cabinet d'audit Price Waterhouse Coopers (PwC) ; en 2030, les principales économies mondiales seront, par ordre décroissant, la Chine, les Etats-Unis, l'Inde, le Japon, le Brésil, la Russie, l'Allemagne, le Mexique, la France et le Royaume-Uni...

La notion de pays émergent aurait été forgée au début des années 1980 par des analystes de la Société Financière Internationale pour caractériser des pays en transition rapide.

Si l'expression de pays émergent ne semble pas poser de difficulté dans son usage courant vu la fréquence de son emploi, les institutions internationales, le monde académique ou celui de la finance utilisent des critères différents pour qualifier un pays d'émergent.

Cependant, les marchés émergents, restent un univers complexe et fascinant à la fois. Complexe, car il est toujours difficile de les cerner de façon très précise, même les spécialistes de la finance n'arrivent pas à se mettre d'accord sur le concept même de l'émergence. A quel stade peut-on considéré un pays ou une place financière comme émergente et qu'elles sont les caractéristiques à prendre en compte pour les situer ? Nous avons essayé de répondre à cette dernière à travers cette section.

Nous aborderons dans notre prochaine section l'investissement dans les pays émergents.

¹ Coussy J, « Les trajectoires de l'émergence : un essai de typologie », dans Christophe Jaffrelot, 2008, Op Citée, p69.

² Allegret J-P, 2008, Op Citée, p4.

³ Revue mensuelle des marchés émergents, Avril 2010.

Section2 : L'investissement dans les pays émergents.

La théorie financière moderne pose qu'un portefeuille diversifié à l'échelle internationale offre une performance supérieure à celle d'un portefeuille national exposé au même niveau de risque. Elle suggère également que pour diversifier le risque, il faut trouver des actifs qui sont décorrélés ou au moins faiblement corrélés entre eux. L'émergence de nouveaux marchés financiers dans les pays émergents a été a priori bénéfique pour les investisseurs étrangers du fait qu'ils sont faiblement corrélés avec les autres marchés dans le monde. Ce constat a ainsi mis en exergue les intérêts des marchés émergents dans la diversification internationale de portefeuille. Un autre intérêt, plus irréfutable, est que les marchés émergents rémunèrent généreusement les placements financiers grâce à un rythme de développement économique très rapide par rapport aux marchés matures.

Bien qu'ils présentent de réels avantages, les marchés émergents ne sont pas encore totalement accessibles aux intervenants étrangers. Ils imposent en général, outre les barrières d'entrée et de sortie, des restrictions sur la détention d'actifs par des étrangers. Les classes d'actifs accessibles aux résidents et aux non-résidents peuvent également être différentes.

Dans ces conditions, connaître le degré d'accessibilité des marchés émergents, les modalités d'investissement ainsi que les perspectives des investissements étrangers sur ces marchés avant toute décision d'investissement semble indispensable, c'est ce que nous nous proposons d'étudier dans cette section.

2.1/ Le degré d'accessibilité aux investisseurs étrangers :

Les barrières à l'investissement international dans les marchés émergents sont appliquées aussi bien aux résidents qu'aux étrangers et se divisent en trois catégories principales.

Il s'agit des barrières directes, des barrières indirectes et des risques spécifiques.

2.1.1/ Les barrières directes :

Ou barrières légales, sont celles résultant des lois et des régulations soumettant les investisseurs nationaux et étrangers à des restrictions différentes. Elles se traduisent, entre autres, par les taxes discriminatoires sur les investissements étrangers et les restrictions sur le transfert de fonds, le rapatriement des revenus financiers et la détention d'actifs. De plus, des

secteurs comme l'industrie de la défense et de la télécommunication sont en général peu accessibles dans la majorité des pays émergents actuels.

En ce qui concerne les restrictions sur la détention d'actifs, il peut s'agir de la part du capital d'une société cotée pouvant être détenue par un investisseur étranger, ou bien les investisseurs étrangers ne peuvent détenir une classe d'actifs précise qui leur est exclusivement réservée. Il est important de noter que si ces restrictions ont toutes pour objet de limiter les activités des étrangers au marché local, leur niveau est loin d'être identique à travers les marchés.

A titre d'exemple, en Corée du Sud, en janvier 1992, un investisseur étranger pouvait détenir au maximum 10% du capital d'une entreprise cotée. Cette restriction sur la propriété étrangère a diminué progressivement pour atteindre 12% en janvier 1995, puis 15% en juillet 1995, et puis 18% en avril 1996 et enfin 20% en octobre 1996¹.

En Thaïlande, de nombreuses lois existent et imposent différentes restrictions sur le capital détenu par les étrangers selon les secteurs d'activité.

Spécifiquement, la loi bancaire restreint la participation étrangère à 25% du capital d'une banque alors que la loi d'Alien gouvernant les affaires des étrangers (Alien Business Act) permet une détention jusqu'à 49% du capital d'une entreprise dans d'autres secteurs².

En considérant les barrières directes, à la fin de 2003, l'Arabie Saoudite demeure le marché émergent le moins accessible aux étrangers.

2.1.2/ Les barrières indirectes :

Elles s'attachent en grande partie à la faiblesse des conditions de marché incluant les réglementations relatives à la diffusion des informations, la qualité des régulations comptables et la protection des investisseurs.

Ces éléments découragent l'arrivée des investisseurs étrangers potentiels étant confrontés à des asymétries d'information importantes et à un risque de pertes sur leurs investissements.

¹ Nguyen D K, 2008, Op Citée, p34.

² Idem, p35.

De même, la situation économique relativement vulnérable des marchés émergents constitue un autre frein indirect aux afflux de capitaux étrangers.

Le fait que les pays émergents ne disposent pas d'une solide infrastructure financière (secteur privé embryonnaire, peu d'instruments financiers, absence des institutions spécialisées dans la gestion du portefeuille et investisseurs moins bien formés) réprime aussi la volonté des étrangers d'y investir.

2.1.3/ Les risques spécifiques :

C'est la troisième catégorie de barrières auxquels sont exposés les marchés émergents. Ces risques incluent notamment le risque politique, le risque de liquidité, le risque de change et le risque monétaire.

En réalité, ces risques ne sont pas propres aux marchés émergents, mais ils s'y manifestent beaucoup plus que dans les marchés développés. Leur présence empêche, de manière significative les investissements étrangers de sorte que certains auteurs ont même procédé à les traiter comme les risques non-diversifiables dans les modèles d'évaluation.

Comme ils demeurent particulièrement élevés dans les marchés émergents par rapport aux marchés développés, la volonté des investisseurs étrangers d'allouer leurs fonds sur ces marchés est fortement affectée.

2.1.3.1/ Le risque politique :

Le risque politique est une des préoccupations majeures pour les investisseurs étrangers lorsqu'ils allouent les fonds sur les marchés émergents.

Couramment définis comme imprévisibles, les risques politiques recouvrent cinq faits générateurs de sinistre : le risque catastrophique, le risque de non paiement d'un débiteur de statut public, le risque de non transfert, le risque de changement de réglementation, le risque de nationalisation lié à des chocs politiques.

D'un point de vue général, le risque politique peut être défini par « *la combinaison de l'instabilité politique et d'un mauvais environnement économique. Si on regarde de plus près,*

le risque politique auquel sont exposés les investissements de portefeuille partage de nombreuses caractéristiques avec celui qui affecte les investissements directs étrangers »¹.

A titre d'exemple, la valeur des investissements de portefeuille et les cash-flows qui en résultent peuvent être directement influencés lorsque les changements de politiques économiques causent les discontinuités inattendues agissant sur l'environnement d'investissement.

Les investissements de portefeuille s'exposent également aux risques incluant, d'une part, les restrictions sur le transfert de capitaux, de produits, de technologies, et d'autre part, les incertitudes relatives aux politiques économiques, aux nouvelles régulations et aux procédures administratives gouvernementales.

Finalement, le changement chaotique du régime politique, les éventuels mouvements sociaux, les guerres ainsi que des fluctuations du taux de croissance, du taux d'inflation et du taux de change comptent, eux aussi, parmi les éléments du risque politique.

On peut noter ici que le risque politique provenant des politiques de taxation discriminatoires entre les investisseurs résidents et non-résidents, des contrôles sur le capital investi, et des restrictions sur la propriété étrangère dans une firme locale et sur les échanges de devises est plutôt lié aux investissements de portefeuille. Dans une large mesure, le risque politique constitue la cause de plusieurs sinistres tels que le non-paiement des dettes souveraines, la nationalisation des biens à l'issue des chaos politiques et l'impossibilité de rapatrier des capitaux et des gains.

Les lourdes conséquences potentiellement causées par le risque politique exigent naturellement une meilleure maîtrise de son ampleur dans le pays émergent accueillant les investissements.

En effet, au fur et à mesure que les pays ouvrent leur marché aux capitaux étrangers, il leur est difficile de revenir en arrière. Un faux pas ou un manque de clarté dans la politique suivie est immédiatement sanctionné et peut entraîner une sortie de capitaux dommageable pour l'économie.

Le fait que le risque politique décourage les placements financiers dans les marchés émergents pose une question de maîtrise pour les investisseurs étrangers, mais aussi une

¹ Nguyen D K, 2008, Op Citée, p54.

question de comment assurer la stabilité politique pour les régulateurs de ces marchés afin de renforcer la confiance des investisseurs et de promouvoir les activités des marchés.

En ce qui concerne les investissements de portefeuille, l'intégration du risque politique dans les modèles reliant le rendement au risque associé paraît indispensable.

2.1.3.2/ Le risque de liquidité :

La liquidité est une condition prépondérante qui agit sur le bon fonctionnement des marchés financiers puisqu'elle facilite les échanges des titres financiers. Un marché est dit liquide s'il présente un volume de transaction élevé et qu'il permet aux agents d'acheter et de vendre les titres au juste prix en supportant des coûts minimaux.

Selon cette logique, le risque de liquidité résulte alors de la difficulté de revendre les actifs détenus.

En effet, sur ces marchés émergents peu liquides « *les investisseurs, faute de contrepartie et de liquidité, peuvent en effet se retrouver 'pris au piège' de leurs investissements* »¹.

Le risque de liquidité provient également de l'écart anormal entre la vraie valeur de l'actif et le prix de revente hors commissions. Dans ces conditions, la liquidité et les coûts de transaction ont des influences importantes à la fois sur les rentabilités observées et sur la variation des rentabilités attendues lorsqu'il y a variation systématique de la liquidité.

Dans une étude réalisée en 1992 par Chuhan², la faible liquidité est citée comme une des raisons majeures qui empêchent les investisseurs institutionnels d'investir dans les marchés d'actions émergents.

Au niveau macroéconomique, le risque de liquidité peut provenir du fait que les dettes étrangères à court terme d'un pays ne sont pas couvertes par ses réserves en devises étrangères ou que les gouvernements appliquent des contrôles sur les marchés de change. Le manque de liquidité dû au déséquilibre entre les dettes étrangères et les réserves en devises constitue, pour bon nombre d'auteurs, une des origines des crises de 1994-1995 au Mexique et de 1997-1998 en Asie.

¹ Grimbert D, Mordacq P, Tchameni E, Op Citée, 1995, p73.

² Nguyen D K, 2008, Op Citée, p56.

Par exemple, en mi-1994, les réserves en devises étrangères du Mexique n'était qu'environ de 60%¹ des dettes étrangères à court terme.

Un scénario quasiment identique s'est produit dans certains pays asiatiques comme la Corée du Sud et la Thaïlande à partir du milieu des années 1990 et ce jusqu'au déclenchement de la crise en juillet 1997.

2.1.3.3/ Le risque monétaire :

Le risque monétaire se définit comme la perte de valeur des investissements à cause des fluctuations du taux de change. Ce risque est dû notamment à la forte volatilité des taux de change dans les pays émergents.

L'avènement des crises monétaires durant les années 1990 est une preuve de l'existence d'un risque monétaire non négligeable.

Dans la littérature financière, les explications de la montée du risque monétaire dans les marchés émergents s'articulent autour de la libéralisation des marchés de capitaux.

Mais les avis des économistes divergent sur cette question. Certains pensent que c'est la liberté confrontée des flux de capitaux due à un degré d'ouverture financière plus grande qui est responsable des fluctuations des taux de change, et que la meilleure solution pour réduire ce risque est d'imposer des restrictions sur les mouvements de capitaux.

De l'autre côté, ceux qui prétendent que le contrôle des flux de capitaux n'est pas un bon remède à la volatilité du taux de change raisonnent que si la mobilité des capitaux est en réalité la cause de la forte volatilité du marché de change, elle favorise sans doute le développement économique qui, à son tour, stabilise les changes.

Les deux courants n'ont pas complètement tort, mais dans ce cas, il est légitime de relativiser leurs arguments en se disant que le premier courant focalise sur le court terme alors que le deuxième parle plutôt de long terme.

A part les impacts induits par la libéralisation financière, le risque monétaire peut également avoir pour origine le choix des régimes de change. L'idée fondamentale est que chaque régime de change contient en lui-même des inconvénients spécifiques : le risque de

¹ Idem.

non-soutenabilité pour le régime de change fixe, la volatilité incontrôlable dans le cas du régime de change flottant.

Ensuite, il faut noter que le rattachement de la monnaie nationale à une devise forte est dangereux dans la mesure où le pays en question perd le contrôle sur la politique monétaire étant donnée l'obligation de défendre la parité de change et la hausse inattendue du taux d'inflation dans la nation ayant la monnaie forte. Cette politique du taux de change est également très vulnérable à des attaques spéculatives qui conduisent la monnaie nationale à se dévaluer excessivement comme dans le cas de l'Argentine, et par conséquent des ajustements lourds peuvent être nécessaires durant les paniques.

Le taux de change est finalement sujet à de fortes fluctuations dans les économies où les incertitudes macroéconomiques sont importantes. D'où l'intérêt pour les pays émergents de réformer les institutions financières et de renforcer leurs compétences.

2.1.3.4/ Le risque pays :

De nombreux essais de définitions du risque pays ont été récemment proposés. Mais, en général, le risque peut être défini comme « *les incertitudes résultants du contexte politique, social et économique d'un pays dans lequel l'entreprise exerce une partie de ses activités* »¹.

De ce fait, le risque pays englobe, par défaut, deux dimensions : une dimension 'risque politique' et une dimension 'risque économique et financier'.

Actuellement, le risque pays est mesuré et évalué pour un grand nombre de pays dans le monde par plusieurs institutions internationales telles qu'Euromoney et les agences de notations telles que S&P's et Moody's.

Pour conclure ce point on dira qu'il est clair que l'existence des restrictions sur la présence des capitaux étrangers dans les marchés émergents restreint leur niveau d'accessibilité. Si l'on met de côté les aspects négatifs de la liberté des flux de capitaux étrangers qui sont fréquemment cités comme la déstabilisation financière, le manque d'accessibilité constitue une entrave au développement des marchés financiers car plus de barrières, et par conséquent moins de capitaux étrangers, conduisent à un accroissement du coût du capital et en l'occurrence à un désinvestissement des firmes nationales.

¹ Ibid, p57.

Dans la pratique, les investisseurs peuvent appréhender le degré d'accessibilité des marchés émergents par l'utilisation des indices S&P/IFCI établis par l'IFC. Sans entrer dans les détails, la construction de S&P/IFCI consiste à choisir, dans un premier temps, les actions qui peuvent être détenues par les investisseurs étrangers sur chaque marché émergent et à les regrouper dans un seul indice dans un deuxième temps. S'il y a des actions dont leur détention par les étrangers est restreinte, la fraction autorisée est déterminée. Ensuite, le degré d'accessibilité d'un marché émergent est obtenu en rapportant la capitalisation boursière de l'indice S&P/IFCI sur celle du marché.

Outre la prise en compte des restrictions sur les participations étrangères, l'IFC considère aussi la taille, la liquidité et le caractère industriel lors du choix des actions à mettre dans l'indice.

2.2/ Les modalités d'entrée aux marchés émergents :

Comme leurs homologues développés, les marchés émergents proposent aux intervenants étrangers une large gamme de produits financiers¹.

Les produits qui sont émis et cotés sur le marché national incluent les instruments ordinaires tels que les actions, les obligations et les produits dérivés. On constate, durant les années récentes, une attraction plus forte des marchés boursiers émergents, témoignée par la part croissante des flux de capitaux étrangers investie en actions par rapport aux emprunts obligataires. De nombreuses sociétés dont celles des secteurs habituellement accessibles aux seuls résidents comme par exemple le secteur du pétrole et des télécommunications au Mexique ou encore le secteur de l'électronique en Asie ont commencé à attirer les investisseurs étrangers. Quant aux obligations émises, elles sont en majorité des obligations convertibles permettant aux non-résidents de profiter de l'avantage des marchés émergents (une croissance forte, les rentabilités élevées et la corrélation modérée) en éliminant des risques parfois très importants dont notamment le risque d'asymétrie informationnelle. Les produits dérivés sur indice, sur actions, sur taux d'intérêt ou sur taux de change sont, par contre, relativement récents. Ils sont généralement beaucoup moins compliqués et moins biens standardisés que dans les pays développés.

¹ Les produits cotés sur les pays émergents ont été présentés dans la section I de ce chapitre.

Dans le but d'attirer plus de flux d'investissements étrangers et également de remédier au caractère 'ferme' et risqué des marchés nationaux, certains types d'actifs financiers sont émis et cotés sur les places boursières étrangères. Ces produits comprennent notamment les euro-obligations et les nouveaux instruments tels que les ADR (American Deposit Receipts), les GDR (Global Deposit Receipts) et les fonds pays offshore permettant de contourner certaines réglementations spécifiques imposées par les pays émergents.

Les investisseurs étrangers peuvent répliquer la performance des marchés émergents en achetant simplement les actions des fonds pays offshore. Certes, les fonds sont souvent préférés aux actions parce qu'ils permettent de diminuer, de manière significative, les risques résultant d'une méconnaissance des marchés émergents. Mais ils sont beaucoup moins transparents et font souvent l'objet des frais d'entrée, de sortie et de gestion très élevés.

Les actifs financiers émis par les marchés émergents ont certes leur place dans un portefeuille judicieusement diversifié. D'ailleurs, ils sont de plus en plus accessibles aux investisseurs étrangers. Cependant, l'entrée n'est qu'une première condition. Réussir les stratégies d'investissement est une autre histoire car ceci exige une maîtrise parfaite des conditions de marché, du compromis entre le rendement et le risque ainsi que des possibilités de suivi des actifs détenus.

Le point qui suivra discutera de l'évolution récente des émissions de titres financiers dans les pays émergents afin de dégager quelques perspectives des investissements de portefeuille.

2.3/ Les perspectives des investissements de portefeuille :

Il a été démontré qu'un portefeuille diversifié à l'échelle internationale offre une performance supérieure à celle d'un portefeuille national exposé au même niveau de risque (Solnik 1974)¹.

Les marchés émergents suscitent alors un grand intérêt auprès des investisseurs 'globaux' souhaitant améliorer la performance de leurs portefeuilles dans la mesure où ces marchés sont faiblement corrélés avec les autres marchés et rémunèrent généreusement les placements boursiers grâce à un rythme de développement économique très rapide.

¹ Nguyen D K, 2008, Op Citée, p38.

Cependant, de nouvelles tendances ont été constatées à propos des investissements dans les marchés émergents à partir du milieu des années 1990.

L'histoire remonte jusqu'à la crise mexicaine de 1994-1995 ainsi qu'à la crise financière survenue en Asie du Sud-est en 1997 à la suite desquelles les changements de politique économique ont bouleversé les économies émergentes, et donc en l'occurrence les perspectives des investissements de portefeuille.

Le premier point à remarquer est la perte de la crédibilité des marchés émergents à l'échelle mondiale après les turbulences financières précédemment citées. Bien qu'ils aient enregistré, en l'an 2000, leur plus haut niveau d'émissions d'actifs depuis la crise asiatique de 1997, les émetteurs des marchés émergents ne sont pas toujours bien accueillis par les investisseurs étrangers.

Selon le FMI, ce sont en effet les difficultés financières récentes dans certains marchés émergents (Russie, Turquie et Argentine) combinées aux incertitudes portant sur le retour de la croissance économique mondiale et les menaces terroristes qui caractérisent l'accès irrégulier des marchés émergents aux marchés de capitaux internationaux.

De surcroît, le niveau élevé de risque pays fait que les investisseurs étrangers s'appêtent toujours à s'en retirer s'ils voient que les perspectives économiques du pays local ont tendance à se détériorer.

Depuis quelques années, les marchés émergents ont regagné en partie leur crédibilité sur les marchés de capitaux internationaux malgré l'existence de certains signes d'instabilité économique (taux d'inflation élevé, forte volatilité du taux de croissance, monnaie nationale sous-évaluée....etc.).

Ceci se traduit par le fait qu'en 2004, le financement extérieur des pays émergents, mesuré par le montant total des émissions d'actifs financiers (obligations, actions, crédits syndicalisés), a dépassé le niveau record de 1997 (297,5 versus 274,9 milliards de dollars américains)¹.

Cette tendance haussière continue en effet de s'imposer significativement en 2005 et 2006 puisqu'en 2005, les émissions d'actifs aux non-résidents ont déjà atteint 428,8 milliards de dollars.

¹ Nguyen D K, 2008, Op Citée, p39.

Les marchés émergents pourraient s'attendre à un retour des investissements de portefeuille étrangers qui sont sans conteste soutenu par les perspectives économiques plutôt favorables dans les années à venir.

Comprendre l'évolution des cours et les propriétés du couple 'rendement-risque' sur les marchés émergents, tout en mettant en exergue leurs particularités par rapport aux marchés développés, est une étape inéluctable avant tout choix de portefeuille ou choix des modèles d'évaluation des actifs financiers. Par conséquent, la sous section suivante a pour objet de rendre compte des caractéristiques de rentabilités et de risque des placements d'actifs dans les marchés émergents.

2.4/ Le couple 'rentabilités /risques' des marchés émergents :

2.4.1/ Rentabilités élevées et forte volatilité des marchés émergents :

Un consensus général découlant des études financières est que les marchés émergents procurent aux investisseurs de larges rentabilités, mais ils s'exposent à une volatilité beaucoup plus forte que celle observée sur les marchés développés.

Cette proposition est ici réexaminée sur la période plus récente allant de janvier 1990 à janvier 2003 pour la plupart des marchés émergents. Ce choix nous permet de comparer les résultats obtenus avec ceux de nombreuses études conduites sur la période 1976-1992.

Ainsi, les résultats de l'analyse démontrent qu'il est facile d'observer que la moyenne des rentabilités boursières mensuelles sur les marchés émergents varie entre -0,967% pour l'Indonésie et 1,751% pour la Russie. Il faut remarquer que la période d'étude commence en janvier 1996 dans le cas de la Russie.

Dans les marchés développés, celle-ci est comprise entre -0,568% pour le Japon et 0,761% pour les Etats-Unis. Les écarts-types, mesurant la volatilité inconditionnelle de chaque marché, fluctuent entre 3,639% pour Bahreïn et 21,314% pour la Russie dans les marchés émergents, et entre 4,438% pour les Etats-Unis et 7,103% pour l'Italie dans les marchés développés¹.

Si l'on se réfère à la fois au niveau des rentabilités et de leur volatilité, deux remarques fondamentales méritent d'être mentionnées :

¹ Les résultats de l'analyse ont été extraits de Nguyen D K, 2008, Op Citée, p43et p44.

- D'abord, les résultats confirment ceux des études antérieures qui constatent en général des rentabilités plus élevées et une volatilité plus forte sur les marchés émergents que sur les marchés développés. Le point essentiel cependant à accentuer ici est que ce constat n'est pas toujours vérifié parce qu'en raison de leur caractère volatil, les rentabilités des marchés émergents peuvent être supérieures ou inférieures à celle des marchés développés ayant un profit de risque quasiment équivalent (même écart-type) en fonction des périodes étudiées. Par conséquent, les actifs négociés sur les marchés émergents peuvent être intéressants sur certaines périodes et ne pas l'être sur d'autres.
- La deuxième remarque a rapport aux études empiriques sur la finance des marchés émergents. L'idée de base est que même au sein de l'univers des marchés émergents, les rentabilités élevées ne sont pas nécessairement associées avec de fortes volatilités.

Par exemple, le marché Polonais a réalisé une rentabilité environ cinq fois plus grande que celle du marché argentin alors que ces marchés ont pratiquement le même niveau de volatilité. Cette différence du niveau de la volatilité entre les marchés émergents est due, d'après plusieurs travaux de recherche, aux facteurs spécifiques de chaque marché tels que la concentration d'actifs dans les indices de marché, la microstructure, les variables macroéconomiques et le degré de développement et d'intégration des marchés. Elle vient confirmer d'une part l'hétérogénéité des marchés émergents en raison des stades de développement différents, et indique d'autre part la nécessité de tenir compte des facteurs spécifiques ainsi cités dans les modèles financiers habituellement utilisés lorsqu'ils sont appliqués aux marchés émergents.

L'analyse inconditionnelle ci-dessus n'apporte que de premiers éléments sur la performance historique des marchés émergents en termes de rentabilités et de risque. En réalité, la théorie de l'évaluation des actifs financiers permet de mieux appréhender la relation entre ces deux pièces fondamentales de la finance. Le point suivant discutera donc cet aspect.

2.4.2/ Le compromis entre le risque et les rentabilités :

Le compromis (ou 'trade-off') entre le risque et la rentabilité est une variable particulièrement importante pour les décisions d'investissement.

La théorie financière moderne montre que la rentabilité d'un actif (ou d'un portefeuille) est directement proportionnelle au niveau de risque. Selon cette prédiction, les investisseurs

rationnels vont placer leur capital dans les actifs rapportant la meilleure rentabilité pour un niveau de risque prédéterminé.

Or, l'analyse mise en évidence par le point précédent a montré que sur les marchés émergents, la meilleure rentabilité n'est pas nécessairement liée au risque le plus élevé. Ceci suscite, bien entendu, des investigations plus fines en la matière.

La finance est un domaine qui s'est développé très rapidement. Le compromis entre la rentabilité et le risque, étant fondamental dans la gestion de portefeuille, n'échappe pas à l'attention des chercheurs et professionnels de la finance.

Ainsi, pour mettre en exergue la relation entre la rentabilité et le risque dans les marchés émergents, les travaux antérieurs étudient principalement deux cas de figure : intégration complète et intégration partielle des marchés émergents au marché mondial. Si par exemple, les marchés nationaux sont entièrement intégrés, les rentabilités attendues sont sensibles aux seuls facteurs de risques mondiaux. A l'inverse, s'ils sont segmentés les uns des autres, les facteurs de risque nationaux suffisent.

Le cas de la segmentation complète est écarté puisqu'il s'avère très restrictif à l'ère de la globalisation financière qui caractérise le monde actuel. Une fois que l'hypothèse de l'intégration est posée, les facteurs de risque peuvent être déterminés sans difficultés majeures.

Pour conclure, il importe de souligner que le changement de tendance dans les investissements de portefeuille reste encore probable et qu'il peut très bien aller dans un sens que dans d'autres en raison du manque de maturité chez la plupart des marchés émergents, c'est-à-dire, les afflux de capitaux dépendent d'une rigoureuse surveillance du système financier et bancaire ainsi que des politiques macroéconomiques prudentes. Sans ces conditions, les pays émergents risquent de voir les investisseurs fuir leur marché domestique car ils sont maintenant plus autonomes et plus libres pour prendre des décisions compte tenu du degré de libéralisation financière actuel.

Conclusion du chapitre I :

Hier, le monde était lu en termes de fractures Nord et Sud, on parlait essentiellement de pays en développement, c'est-à-dire de pays qui n'appartenaient pas au club des nantis¹, les pays développés.

Les pays en développement n'étaient pas du premier monde, mais des terres, certes exotiques mais pauvres, reléguées dans un tiers monde secoué par les famines, les coups d'Etat et les convulsions économiques. L'homme occidental versait ses sanglots via assistance humanitaire et aides officielles, parlant « développement » mais cherchant en réalité à éviter que ces peuples viennent chez lui chercher une meilleure fortune et pariait rarement ses capitaux privés sur ce qui restait alors des poches de croissance certes parfois effrénées, mais périlleuses.

Plus tard, la Banque mondiale et son bras financier, l'International Finance Corporation (IFC), inventeront un nouveau concept, celui de « pays émergent » ou « marché émergent ».

Enfants de la globalisation, les marchés émergents sont des marchés volatils, qui rencontrent des problèmes de liquidité, pose toujours des restrictions sur les investissements étrangers, disposent de marché de change peu développé, des sources d'informations peu fiables et souffre des problèmes structurels tels que la corruption ou le manque d'un système juridique indépendant.

Mais, en contrepartie, ils bénéficient d'une croissance économique soutenue et les rentabilités dégagées sont au dessus de celles des marchés développés. En effet, les titres financiers issus des pays émergents sont la classe d'actifs qui a offert ces dernières années les rendements les plus élevés.

Les pays émergents rabattent les cartes du jeu international qui n'avaient sans doute pas été redistribuées ainsi depuis 1945. Jamais encore les dominants d'hier et d'aujourd'hui n'avaient eu à faire une place à des acteurs portés par un tel élan. L'adaptation de l'Europe et des Etats-Unis est compliquée par la vigueur de la concurrence des pays émergents.

Cependant, la majorité de ces pays se sont lancés dans un processus de libéralisation financière parce qu'ils y ont vu un avantage immédiat ou parce qu'ils ont subi des pressions des gouvernements étrangers. Ils ont ainsi entamé ce processus sans établir au préalable un

¹ Cœuré B, Santiso J, 2009, Op Citée, p9.

programme de conduite bien réfléchi. Cette précipitation les a menés à un nouvel environnement où la concurrence est rude et pour laquelle leurs instruments et moyens n'ont pas été bien préparés. Le chapitre suivant nous permettra de clarifier ces éléments.

Chapitre II :

Les conséquences de la libéralisation financière sur les pays émergents

Introduction au chapitre II:

Depuis la fin des années 1980, les économies émergentes ont amorcé un processus de libéralisation financière qui n'est pas sans rappeler celui qu'ont connu nombre de pays industrialisés dès la fin des années 1970.

Ainsi, dans la perspective d'améliorer l'efficacité du système financier-et par la même d'augmenter le rythme de la croissance économique- la libéralisation a pris trois formes principales : la dérégulation des taux d'intérêt ; la mise en concurrence des différents canaux de financement ; l'ouverture extérieure du système financier.

Cependant, le processus de libéralisation financière dans les marchés émergents s'est toutefois accompagné de l'accroissement de crises bancaires, conduisant à une remise en cause de la pertinence des trajectoires choisies par les marchés émergents depuis la fin des années 1980.

En effet, comme le signalent Demirguc_Kunt et Detragiache (1998) et Kaminsky et Reinhart (1999)¹, la libéralisation financière semble être systématiquement liée à la fragilité du système bancaire. De plus, la fréquence et la sévérité des crises bancaires qu'a connue la majorité des pays émergents durant les années 1990 ont rallumé les débats sur les coûts et les avantages de la libéralisation financière. Ceci est justifié par le fait qu'en présence des distorsions macroéconomiques et de faible cadre institutionnel, la mobilité des capitaux internationaux peut potentiellement renforcer une mauvaise allocation des ressources, augmenter la probabilité des crises financières et par la suite détériorer la croissance économique. De plus, l'absence des conditions préalables nécessaires à la réussite de ce mouvement de libéralisation financière constitue l'un des facteurs majeurs conduisant à une instabilité financière et bancaire dans les pays émergents.

C'est pour cela qu'il faudrait agir par étapes dans le processus de libéralisation financière, afin d'assurer la stabilité et le « *sequencing* » pour les programmes de réforme et de restructuration. Le but est d'éviter les mésaventures connues par de nombreux pays émergents (le Sud-Est asiatique en 1997 et 1998, la Russie et le Brésil en 1998, L'Argentine en 2001...), qui ont sombré dans de graves crises financières après avoir connu une libéralisation financière agressive, précoce et une ouverture du compte capital mal maîtrisée.

L'objectif de ce chapitre est d'étudier ce débat qui met en doute le bien-fondé de la libéralisation financière à cause de la survenance des crises dans les pays émergents. C'est pourquoi nous nous proposons d'étudier le processus de la libéralisation financière dans les

¹ Driri K, 2009, Op Citée, p9.

pays émergents (section1), pour ensuite s'intéresser aux flux internationaux de capitaux vers ces derniers qui est l'une des principales caractéristiques du processus de libéralisation financière (section2).

Section 1 : Libéralisation financière et pays émergents :

A partir de la fin des années quatre vingt, les pays émergents ont décidé après quelques années d'hésitation, de suivre le mouvement de libéralisation financière amorcé depuis le début de cette décennie dans les pays développés.

Séduits par les avantages immédiats de la libéralisation, ces pays ne se sont pas inquiétés des problèmes qu'elle peut engendrer ultérieurement.

C'est ainsi que la situation économique très souvent instable et perturbée des pays émergents a été aggravée par la libéralisation financière. Une manifestation de cette aggravation est la multiplication des crises bancaires, crises qui ont particulièrement frappé les pays émergents.

Nous nous proposons à travers cette section d'étudier la libéralisation financière dans les pays émergents.

1.1/ La libéralisation financière à l'épreuve des faits :

Dès le milieu des années soixante-dix et plus encore dans les années quatre-vingt, on a assisté à un mouvement mondial de dérégulation des marchés financiers. Cette tendance s'est traduite par une libéralisation des systèmes bancaires et financiers, par une privatisation des banques et des institutions financières et par l'élimination graduelle des contrôles des changes sur les mouvements des capitaux. Ainsi, un nombre croissant de pays émergents s'est engagé dans ce processus de déréglementation étant donné qu'ils sont caractérisés par des marchés financiers sous-développés, une opacité accrue au sein de systèmes bancaires fragiles, un volume important de créances douteuses et litigieuses et parfois par un environnement légal, institutionnel et réglementaire inadéquat.

Les marchés émergents ont été attirés par ce que peut leur offrir la libéralisation financière telle qu'elle a été définie par McKinnon et Shaw. En effet, pendant les années quatre-vingt-dix, la libéralisation financière s'est développée dans le sud-est asiatique générant une rapide croissance, un taux d'épargne élevé et des entrées massives de capitaux. Depuis, elle s'est propagée progressivement pour toucher tous les marchés émergents dans le monde, permettant ainsi aux investisseurs des pays industrialisés d'investir dans plus de 50 pays émergents dont un grand nombre des pays d'Amérique Latine. Ces derniers ont

largement libéré leurs comptes de capital dans l'objectif d'attirer des capitaux étrangers. Parallèlement, des facteurs exogènes, en particulier l'important déclin des taux d'intérêt aux Etats-Unis, ont engendré une entrée massive de capitaux en Amérique Latine¹. Cet afflux n'a cependant pas conduit à une augmentation générale de l'investissement contrairement à ce qui était attendu.

Il est certain que, dans un premier temps, la libéralisation financière encourage, facilite et accélère les mouvements de capitaux et en l'occurrence les entrées de capitaux sur les marchés émergents. Elle peut favoriser une affectation plus efficace de l'épargne, de plus grandes possibilités de diversification des risques d'investissement et une croissance plus rapide. Mais la libéralisation financière n'arrive pas vraiment à permettre une allocation optimale des capitaux au niveau international. Lorsque les pays excédentaires en capitaux, dans les régions les plus développées, ont investi dans les marchés émergents, le financement du développement dans ces marchés par les capitaux privés ne s'est pas fait de manière optimale. Les capitaux ont afflué dans des pays disposant déjà de taux d'épargne élevé et ont favorisé l'accroissement de l'offre de crédit. Par ailleurs, l'instabilité inhérente des marchés de capitaux peut être mise en évidence lorsqu'un volume important de fonds peut y circuler en très peu de temps. Dans de telles conditions, les autorités ne sont pas libres de poursuivre des politiques de croissance étant donné le risque des attaques spéculatives. Les crises des années quatre-vingt-dix en sont la meilleure preuve.

En effet, avec le déclenchement du mouvement de déréglementation financière à partir de la fin des années soixante-dix, on a assisté à un accroissement du nombre de crises bancaires dans les pays émergents. On peut citer la crise mexicaine de 1981-1991, les crises argentines de 1980-1982, 1989-1990 et 2001-2002 ainsi que les crises asiatiques de 1997-2003.

1.1.1/ Libéralisation financière en Amérique latine :

Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Venezuela, depuis le début des années 1970, ont entamé le processus de libéralisation financière. Il s'est traduit par une hausse excessive des taux d'intérêt réel, des entrées spéculatives de capitaux et finalement, il a été suivi par l'apparition de graves crises bancaires, généralement systémiques, vers la fin de la décennie et au cours des années 1980.

¹ Ce point sera détaillé dans notre prochaine section.

Dans le point qui suivra nous nous proposons de résumer les résultats du processus de la libéralisation financière entrepris au Chili.

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

La libéralisation financière en Chili s'est manifestée par une dérégulation des taux d'intérêt suivie d'une privatisation des banques publiques, d'une élimination complète des contrôles à l'entrée dans le secteur financier et plus généralement de l'abolition de toute forme de surveillance de l'activité bancaire. Sur le plan externe, tous les obstacles à l'entrée et à la sortie furent abolis. Les résultats de cette ouverture financière furent catastrophiques.

Dés les premiers mois, les faillites bancaires à répétition conduisirent le gouvernement à instaurer à nouveau un capital social minimum. Mais, il fut annoncé que la banque centrale ne garantirait, en aucune manière, les dépôts du public et qu'un établissement bancaire en situation de faillite latente ne recevrait aucun secours de la part des autorités. Cela revenait à interdire à la banque centrale chilienne de jouer un rôle de prêteur en dernier ressort. Pourtant, à la suite des graves difficultés connues par une des banques les plus importantes du pays (Banco Orsono) au cours de l'année 1977, le gouvernement, revenant sur ses déclarations, décida d'intervenir pour la soutenir dans la crainte que la faillite d'un établissement d'une telle importance ne ruine la confiance dans le secteur financier. Ce n'est qu'en 1981 que la pérennité du système fut confié à une "super intendance" bancaire, ce qui revenait à réintroduire une réglementation bancaire.

Les faillites ne se limitèrent malheureusement pas qu'au seul secteur bancaire. Villanueva et Mirakhor (1990)¹ ont rapporté que le nombre de faillites d'entreprises s'est multiplié de façon grave entre 1974 et 1982.

Qu'en fut-il des effets bénéfiques sur l'épargne, l'investissement et la croissance économique ? Dans une étude, Burkett et Dutt (1991)² montrent que le processus de libéralisation financière entrepris au Chili n'a permis ni la croissance de l'investissement ni la croissance économique. S'il y a eu un effet positif sur l'épargne dû à l'accroissement de la profondeur financière, celle-ci semble s'être essentiellement dirigée vers des activités non-productives du type 'actifs immobiliers et spéculation sur les marchés d'actions, acquisitions d'entreprises par des holdings bancaires ou importations de biens de consommation de luxe³. Quant à l'ouverture du marché des capitaux domestiques aux capitaux étrangers, elle se

¹ Driri K, 2009, Op Citée, p17.

² Venet B, 1994, Op Citée, p15.

³ Idem, p16.

traduisit, selon MacKinnon (1989) lui-même, par une appréciation telle du taux de change qu'elle vint annuler les quelques rares effets bénéfiques qu'avait eu la politique de libéralisation financière.

On le voit, les résultats obtenus au Chili suite au mouvement de libéralisation financière vont largement dans le sens des opposants à celle-ci.

1.1.2/ Libéralisation financière dans les pays asiatiques :

Au Bangladesh, en Inde, en Indonésie, en Malaisie, aux Philippines, à Singapour, à Sri Lanka et en Thaïlande, suite au mouvement de libéralisation des flux de capitaux, le nombre des crises bancaires a été amplifié vers la fin des années 1990.

Ainsi, les mécanismes de déréglementation financière mis en œuvre par l'ensemble des pays asiatiques se sont traduits essentiellement par l'élimination du contrôle des mouvements de capitaux, la dérégulation des taux d'intérêt et la suppression des coefficients de réserves obligatoires imposés aux banques. Cette ouverture financière s'est manifestée par des entrées remarquables de capitaux. Grondin et Bernou (2001) ont dénoté que les flux de capitaux ont été triplés durant la première moitié des années 1990 dans les cinq pays du Sud-est asiatique que sont l'Indonésie, les Philippines, la Malaisie, la Corée du sud et la Thaïlande, passant d'environ 25 milliards de dollars en 1990 à 66 milliards en 1996¹.

Toutefois, les premières expériences, en Corée du Sud et Taiwan, ont été un succès. Si la libéralisation financière s'est bien traduite par une libéralisation des taux d'intérêt, elle laissa à l'Etat un rôle prépondérant en tant que régulateur du système financier et elle n'ouvrit pas le marché des capitaux domestiques à l'extérieur.

1.1.2.1/ Libéralisation financière partielle et rôle de l'Etat : le cas de la Corée et Taiwan :

Jusqu'au début des années 80, la Corée du Sud et Taiwan, fortement influencés par leur voisin japonais, avaient développé un système financier qui reposait principalement sur un secteur bancaire fortement régulé par l'Etat et relativement isolé des marchés de capitaux mondiaux. Dès le début des années 70, un effort de modernisation du secteur avait été entrepris et un certain nombre d'intermédiaires financiers non bancaires avaient vu le jour de manière à compléter et à concurrencer les banques. Au début des années 80, le processus de libéralisation financière se résuma principalement à une déréglementation du secteur bancaire. Elle se traduisit par un abandon partiel de la fixation des taux, par une privatisation d'un

¹ Grondin et Bernou, 2001, Op Citée, p.6-7.

certain nombre de grandes banques commerciales et par la création de nouveaux intermédiaires financiers. Cependant, les marchés monétaires et de capitaux domestiques sont demeurés fermés aux investisseurs étrangers.

Malgré un système financier réprimé, les deux pays ont connu une croissance économique exceptionnelle¹. Même après une dizaine d'années de libéralisation, le gouvernement conserve encore une faculté potentielle de contrôle des marchés financiers, et, notamment, des taux d'intérêt, très importante. Pourtant la libéralisation financière des deux pays est très souvent citée en exemple par des organismes comme la Banque Mondiale.

Cette libéralisation financière a généré une forte augmentation des dépôts bancaires et elle a stimulé la croissance économique. Par contre, cette croissance a été exprimée par un accroissement de la part des actifs improductifs dans les portefeuilles des agents. Ceci montre que la déréglementation financière n'accroît pas nécessairement l'efficacité allocative des ressources car elle ne permet pas l'élimination des distorsions du marché.

1.1.3/ Libéralisation financière en Afrique et Moyen-Orient :

En Afrique du Sud, en Egypte, au Maroc, en Tunisie, en Turquie et au Zimbabwe, la libéralisation financière était plus faible et plus tardive.

Ceci n'a, cependant, pas entravé l'avènement des crises bancaires qui sont moins sévères et moins nombreuses. Ainsi, les pays du Maghreb (Algérie, Maroc et Tunisie) ont préparé un programme de réformes du secteur financier avant de mettre en place un processus de libéralisation financière. En Algérie et en Tunisie, la libéralisation du taux d'intérêt a été entreprise en parallèle avec le renforcement de la structure des organisations financières, la mise en œuvre des règles prudentielles et l'accroissement de la supervision bancaire. Alors que, la libéralisation totale du compte de capital est envisagée, à la dernière étape, après la consolidation de la stabilité financière.

1.1.3.1/ La libéralisation financière en Algérie :

Comme dans la plupart des pays centralement planifiés, l'Algérie avait une organisation bancaire et financière qui pourrait s'apparenter à une situation de répression financière. Celle-ci se manifestait à travers un contrôle administratif des taux d'intérêt, une allocation sectorielle du crédit et une régulation directe de la masse monétaire.

¹ Cependant, la Corée du Sud a été rattrapée par la crise des pays du Sud-est asiatique en 1998, nous reviendrons sur ce point dans notre première section du chapitre III où nous étudierons l'expérience de l'ouverture financière en Corée.

Il est important de s'arrêter sur un point : à partir de quelle date va-t-on dater le début de la libéralisation financière en Algérie ? Rapidement, deux dates viennent à l'esprit : 1987 et 1990. La première correspond au début des réformes économiques en Algérie tandis que la deuxième correspond à la publication de la loi sur la monnaie et sur le crédit en avril 1990.

On pourrait rapidement opter pour l'année 1990 car c'est à partir de cette année que les aspects monétaire et financier ont été introduits dans le cadre des réformes économiques de 1987. Même si les banques commerciales, en tant que propriété de l'Etat, aient été soumises au même titre que les entreprises publiques économiques à l'autonomie de gestion à partir de l'année 1987. Mais comme on le verra dans le développement qui suit que les mesures portant sur les taux d'intérêt et l'encadrement du crédit ne sont venues que suite à la publication de la loi sur la monnaie et du crédit en avril 1990.

Le CMC (le Conseil de la Monnaie et du Crédit) édicte une réglementation que le Gouverneur promulgue en la forme de règlements. En application de ces derniers, la Banque d'Algérie met en place des instructions et des notes. Le but de ce dispositif réglementaire est d'assurer la supervision bancaire et le respect de la réglementation prudentielle. A partir de cette date, plusieurs mesures s'apparentant à une libéralisation financière ont été annoncées. Nous aborderons dans les paragraphes suivants, les principales mesures édictées dans ce sens.

1.1.3.1.1/ Régime de change.

Le dinar a subi deux dévaluations. La première en 1991 de l'ordre de 21%, la seconde en 1994 de l'ordre de 50%. Dans les années qui ont suivies (1994 et 1995), d'autres mesures ont été décidées. La première en 1994, portait sur l'instauration d'un régime de change flottant. La 2^{ème} mesure, en 1995, portait sur la transformation des séances de fixing en un marché des changes interbancaire. Les intervenants sur ce marché étaient des banques et des intermédiaires agréés.

1.1.3.1.2/ Taux d'intérêts :

Le taux d'intérêt créditeur était le premier taux à être libéralisé en 1990. Le taux d'intérêt débiteur n'a été libéralisé qu'en 1994¹. Sur le taux d'intérêt débiteur, il a été maintenu un plafond de marge bénéficiaire de 5%. Cette marge a été supprimée en 1996. En vérité, ces deux taux sont restés administrés du fait de l'entente tacite qui existait entre les

¹ Règlement n° 94-13 du 2 juin 1994 fixant les règles générales en matière de conditions de banques applicables aux opérations de banque.

banques publiques. En effet, dans un document de l'ABEF¹, on apprend que les taux d'intérêt ne sont devenus effectivement libres qu'en janvier 2003.

Le taux de réescompte qui devait servir d'indicateur pour faire évoluer les taux débiteurs et créditeurs n'a pas joué ce rôle. En effet, l'évolution historique de ce taux et des deux taux précités le confirment.

1.1.3.1.3/ Réserves obligatoires

Les réserves obligatoires ont été instituées la première fois en 1994². Le taux de réserves obligatoire était fixé à 2,5%. La constitution des réserves s'applique à l'ensemble des dépôts de toute nature. Ce taux a été revu trois fois : la première fois en 2001 (4,0%), la seconde fois aussi en 2001 (4,25%) tandis que la dernière fois en 2004 pour qu'il se stabilise depuis cette date à 6,5%. Le taux de rémunération de ces réserves était à 11,5% en 1994. Cette rémunération est restée la même durant dix ans. En 2004, les réserves obligatoires ne sont rémunérées qu'à 1,75% pour descendre à 1% en 2005. Elles sont restées à ce taux de rémunération depuis.

1.1.3.1.4/ Réglementation prudentielle :

L'obligation d'observer une réglementation prudentielle est prévue par l'article 93 de la loi 90-10 du 14 avril 1990 relative à la Monnaie et au Crédit. Elle prend la forme du respect du ratio de Cook et d'un coefficient de division de risque. Le ratio de Cook a été institué la première fois en novembre 1991³. Il était prévu que ce ratio soit égal à 8% tel que défini par le BRI⁴ en juillet 1995 selon l'échéancier suivant :

- Ø 4% à fin décembre 1992.
- Ø 5% à fin décembre 1993.
- Ø 8% au 1er juillet 1995.

Mais étant donné les difficultés des banques à respecter ce ratio aux dates prévues, l'échéancier ci-dessus été revu en novembre 1994⁵ :

- Ø 4 % à compter de fin Juin 1995.

¹ L'ABEF est l'association des banques et établissements financiers algériens. Il est leur syndicat. Le document en question s'intitule « Note sur l'évolution des taux d'intérêts bancaires » daté du mois de septembre 2005.

² Voir Instruction n° 73-94 du 29 novembre 1994 relative au régime des réserves obligatoires.

³ Voir Instruction n° 34-91 du 14 novembre 1991 relative à la fixation des règles prudentielles de gestion des banques et établissements financiers.

⁴ Bureau des règlements internationaux.

⁵ Instruction n°74-94 du 29 novembre 1994 relative à la fixation des règles prudentielles de gestion des banques et établissements financiers.

Ø 5% à compter de fin Décembre 1996.

Ø 6% à compter fin décembre 1997.

Quant au coefficient de division du risque, il a été institué la première fois en 1991¹. Ce coefficient qui est égal au rapport entre le montant des risques encourus sur un seul bénéficiaire rapporté au montant de ses fonds propres nets devait évoluer comme suit :

Ø 40 % à compter du 1er janvier 1992.

Ø 30% à compter du 1er janvier 1993.

Ø 25% à compter du 1er janvier 1995.

Il a été institué en 1997² un système de garantie des dépôts bancaires. Le système de garantie des dépôts bancaires vise à indemniser les déposants en cas d'indisponibilité de leurs dépôts et autres sommes assimilées aux dépôts remboursables. Il est censé donc influencer positivement sur le niveau de l'épargne. En effet, voyant que le système bancaire serait capable de leur couvrir – une partie – de leurs dépôts en cas de faillite d'une banque, les ménages seraient plus « enthousiastes » de confier leur épargne au système bancaire.

1.1.3.1.5/ Marché monétaire :

Le marché monétaire a connu sa première existence en 1989. Ce marché regroupait les banques commerciales qui venaient d'accéder à une autonomie financière. La banque centrale intervenait par le mécanisme des prises de pension. La prise de pension prenait la forme d'un accord de rachats d'effets commerciaux conclu avec les banques commerciales. Ces accords permettaient aux banques de disposer de liquidités à court terme.

En mai 1995, la banque centrale a renforcé ses instruments indirects de régulation monétaire en mettant en place un système d'adjudication de crédits et de bons de trésor. Ces adjudications visaient à permettre au taux d'intérêt de jouer son rôle de mobilisation et d'affectation de la ressource financière.

Au début du fonctionnement de ce marché, la banque centrale annonçait un taux d'intérêt planché avant la présentation, par les banques, de soumissions qui portaient sur les taux et les volumes de transactions. Dans le but de conforter ce système d'adjudications, il était prévu la mise en place d'opérations d'open-market à la fin de l'année 1996.

¹ Instruction n° 34-91 du 14 novembre 1991 relative à la fixation des règles prudentielles de gestion des banques et établissements financiers.

² Règlement n° 97-04 du 31 décembre 1997 relatif au système de garantie des dépôts bancaires.

1.1.3.1.6/ Concurrence bancaire :

La concurrence bancaire peut se modifier de deux manières. Soit en permettant aux banques existantes d'être plus compétitives en les mettant dans une situation d'égal accès à la ressource ; soit en permettant à d'autres banques de se créer et/ou de pénétrer le marché.

Dans la pratique, les deux mouvements se sont opérés. D'un côté, en desserrant l'étau sur les banques primaires, la banque centrale a permis à celles-ci de retrouver peu à peu leur rôle original. De l'autre côté, l'entrée des banques privées sur la place financière avait permis une timide concurrence. Sur ce plan, il s'est créé, sur la période 1995-2007, plusieurs banques privées. Malgré leur nombre important, celles-ci sont restées marginales en terme de mobilisation et d'allocation de la ressource.

A partir de 2003, un mouvement inverse a été observé. En effet, suite à la mise en faillite de la plus importante d'entre elles, Khalifa Bank, six banques privées ont cessé d'exercer sur la période 2003-2007. Les raisons étant diverses. Cette situation était à l'origine de la révision de la loi bancaire 90-10 en 2003¹. On constate que la concurrence bancaire a diminué depuis. Ce fait reflète l'aspect réversible de la libéralisation financière.

1.1.3.1.7/ Marché financier :

La mise en place d'une Bourse est l'un des aspects les plus visibles de la libéralisation financière. Si on considère ce critère, on pourrait dire qu'il reste beaucoup de chemin à faire en Algérie. En effet, les textes régissant ce marché financier datent de plus de dix ans. Malgré cette ancienneté, on n'enregistre actuellement que deux actions et deux obligations échangeables sur ce marché.

En vérité, la difficulté de ce marché à prendre son essor vient d'autres facteurs. Sur ce plan, on peut en citer au moins deux : la transparence des comptes des entreprises éligibles et le non passage de la privatisation des entreprises publiques par la Bourse. Pour le premier facteur, il est clair que pour que les ménages détiennent des actions d'une entreprise, il faut que celle-ci communique d'une manière régulière et transparente ses résultats financiers. Or, il est de notoriété publique que les entreprises algériennes – surtout privées – ne déclarent systématiquement le niveau de leur activité, leurs effectifs et les rémunérations y afférentes.

L'opération de privatisation des entreprises publiques était attendue pour fournir un «plan de charge » pour la Bourse. En observant le processus de privatisation tel que mené

¹ Ordonnance n° 11-03 relative à la Monnaie et Crédit du 26 août 2003 modifiant et complétant la loi 90-10.

actuellement, il est improbable que la vente totale ou partielle des actifs de ces entreprises passe par la Bourse.

D'une manière générale, les résultats des politiques de libéralisation financière ne plaident pas en faveur de la libéralisation financière. En effet, la prolifération des crises financières et bancaires, en particulier dans les pays émergents, a remis en cause les objectifs de cette libéralisation financière. En d'autres termes, les échecs de ces politiques de déréglementation du secteur financier ont été attribués à l'absence des conditions préalables nécessaires à leurs succès. Ces conditions préalables se traduisent essentiellement par un environnement macroéconomique stable et une surveillance adéquate du secteur bancaire.

En effet, l'observation des faits conforte l'idée que les pays qui ont été sévèrement touchés par ces crises récurrentes, sont les pays nouvellement émergents d'Amérique Latine et d'Asie, fortement libéralisés et ouverts à la finance internationale. Le degré de libéralisation dépasse largement les 2,7 points sur une échelle de 4.

Par comparaison, les pays développés qui sont aussi fortement libéralisés, ont souffert des crises bancaires mais de manière plus diffusée et sont rapidement revenus sur le chemin de la stabilité financière et la croissance.

Dans les pays moins libéralisés où l'ouverture internationale a été plus mesurée, essentiellement les pays en développement d'Afrique, la Chine et l'Inde, les difficultés et les problèmes financiers ont été ponctuels. C'est le cas de la Tunisie (1991), l'Algérie (1990), l'Inde (1993) et l'Egypte (1991). Le degré de libéralisation moyen ne dépasse pas 1,6 point sur une échelle de 4. Le maintien d'un certain contrôle sur le financement de l'économie, les marchés financiers et la convertibilité de la monnaie semblent avoir relativement préservé ces pays des déstabilisations induites par les mouvements de capitaux.

1.2/ Les effets néfastes de la libéralisation financière :

1.2.1/ Crises bancaires des pays émergents:

La libéralisation financière présente de nombreux avantages à long terme pour les marchés émergents. Le processus a généralement consisté à éliminer les plafonds de taux d'intérêt sur les prêts et les dépôts bancaires, supprimer les contingents et bonifications de crédit, diminuer les coefficients de réserves obligatoires, assouplir les restrictions sur les activités bancaires et introduire plus de concurrence dans la sphère financière. Mais de telles réformes accroissent le risque pour les banques si elles ne prennent pas de précautions supplémentaires. Ainsi, lorsque les taux d'intérêt sont libéralisés, les banques perdent la

protection dont elles bénéficiaient auparavant grâce à une réglementation qui maintenait les taux courts en deçà des taux longs. Or, la volatilité des taux d'intérêts a tendance à s'accroître lors de la phase de déréglementation. Paradoxalement, lors de la libéralisation, des taux d'expansion élevés du crédit bancaire ont coïncidé avec la hausse des taux d'intérêt réels. La suppression de l'encadrement du crédit se traduit par une forte hausse de la demande de crédit que les banques peuvent soutenir grâce aux entrées de capitaux ou à la baisse des réserves obligatoires. Les managers qui exerçaient auparavant dans un environnement contrôlé peuvent ne pas avoir les compétences nécessaires à l'évaluation du risque des nouvelles sources de crédit et des nouvelles activités autorisées (notamment sur les marchés). En même temps, l'apparition de nouveaux concurrents (domestiques et étrangers) accroît les pressions sur les banques à s'engager dans des activités plus risquées. Enfin, à moins que le cadre réglementaire et supervisionnel n'ait été renforcé avant la libéralisation (ce qui est rarement le cas), les régulateurs bancaires n'ont ni les ressources, ni les capacités nécessaires à l'évaluation de ces nouvelles activités.

De ce fait, de nombreuses crises bancaires se sont succédées dans les économies émergentes depuis le début des années 1980. Les 2 plus importantes ont eu lieu en 1994-95 pour le Mexique, le Brésil et l'Argentine et en 1997-98 pour la Corée du sud, l'Indonésie et la Thaïlande. D'autres pays asiatiques (les Philippines et la Malaisie notamment) ont rencontré des difficultés en 1997 mais elles n'ont pas eu d'ampleur systémique. Ces 2 crises sont intervenues dans des économies qui avaient souvent déjà été fragilisées par une crise bancaire précédente comme l'Argentine (1980-1982), le Chili (1981-1987), les Philippines (1981-1987), le Mexique (1982), la Thaïlande (1983-1987), la Malaisie (1985-1988) et l'Indonésie (1992).

Ces crises financières peuvent s'interpréter comme un processus d'ajustement à la suite d'un développement excessif et incontrôlé de la finance dans ces économies. Elles ont marqué le contrecoup du processus de libéralisation et de globalisation financière. La violence des soubresauts enregistrés s'explique par le fait que les marchés émergents étaient encore moins préparés que les pays industrialisés aux nouvelles règles du jeu de la finance. On constate à ce sujet une concomitance entre les politiques de libéralisation financière menées par les pays émergents et les crises des systèmes bancaires de ces pays.

Prenons l'exemple des pays asiatiques et plus précisément la Thaïlande qui fut la première touchée par les crises bancaires. En effet, les conséquences de la libéralisation financière témoignent d'une inadéquation entre le système bancaire et les mesures d'ouverture, du fait que ce dernier n'était pas bien équipé pour accueillir des modifications

profondes et radicales. La concurrence entre les institutions financière induite par le nombre élevé des intervenants a conduit à l'abolition de la position dominante des banques. La rente dégagée par les banques commerciales, destinée aux compagnies agricoles a été supprimée.

Suite à la politique de libéralisation financière, les acteurs économiques retrouvent une grande liberté, les banques peuvent allouer le capital librement. Les banques adoptent un nouveau comportement bancaire spéculatif et opportuniste et une prise de risque excessif du fait que les projets risqués exigent des taux de rendement élevés. Ces modifications radicales sont à l'origine d'une vague d'asymétrie d'information ce qui rend difficile le rôle des surveillants. Cette imperfection de l'information conjuguée avec la suppression de la rente et la faible surveillance, va favoriser de plus la prise de risque excessive.

En effet, l'explication la plus générale de la prise de risque excessive repose une grande partie sur la responsabilité de l'ouverture financière. Les banques se sont vues affectées par une baisse de leurs revenus, il n'y a plus de rente oligopolistique. Toutes ces défaillances et fragilités bancaires conjuguées avec un contexte macroéconomique institutionnel défavorable sont à l'origine d'une crise bancaire effective en 1983.

Pour le cas de l'Argentine, L. Miotti et D. Plihon (2001), remontent le déclenchement des crises au contexte macroéconomique défavorable du pays ainsi qu'au comportement spéculatif des banques adopté suite à l'ouverture financière.

La situation macroéconomique s'est traduite par un ralentissement brutal de l'inflation, une reprise très rapide des crédits bancaires et une très forte croissance. De même, la libéralisation financière a entraîné une forte entrée de capitaux de court terme qui vont être placés dans des activités spéculatives. Cet environnement macroéconomique caractérisé par des anticipations favorables de croissance, d'un accroissement de liquidité et d'une forte concurrence bancaire est à l'origine de la naissance des bulles spéculatives.

La première bulle s'est éclatée lors de la crise du marché obligataire Américain et la deuxième lors de la crise Mexicaine. Les attaques spéculatives, les retraits massifs des dépôts vont se traduire rapidement en faillites bancaires. Les institutions fermées ou absorbées sont au nombre de 20 pendant le premier semestre de 1995, 28 pendant le deuxième semestre et 8 au cours du premier semestre de 1996 jusqu' à atteindre 86 en 1999.

Outre le contexte macroéconomique, il est fort utile d'étudier le comportement des banques. Au début du processus de la libéralisation financière (1991), il en résulte un accroissement la concurrence entre les institutions bancaires, pour augmenter leurs parts de marché. Le système bancaire Argentin, se trouve donc avec une concurrence acharnée, haute

rentabilité et fragilité des portefeuilles. Ceci s'est expliqué par le développement dans ces banques d'opérations de nature spéculatives et hors bilan.

1.2.2/ Libéralisation financière et profitabilité bancaire :

Sur le court terme, et juste après l'instauration des programmes de libéralisation, il en résulte une forte rentabilité bancaire. L'explication est la suivante : l'ouverture financière a été suivie par une accumulation de liquidité. Cette intensité financière remonte à la libéralisation du compte capital et des taux créditeurs. En disposant d'une forte liquidité, l'investissement sera favorisé ; d'où une allocation optimale des ressources.

En l'absence de contrôle et de supervision suffisante, les banques commencent à financer des projets risqués qui exigent des taux de rendement élevés. En effet, la rentabilité bancaire se voit augmentée. La grande liberté d'action donnée aux banques, et impulsée par la libéralisation financière, a fait augmenter les opportunités de prises de risque. Les banques continuent à s'orienter de plus vers le financement des activités à risques élevés. Ces projets financés sont souvent à forte probabilité de défaut. Les emprunteurs demeurent incapables d'honorer leurs engagements. Il en résulte, en effet, une détérioration de la situation financière des banques qui s'est traduite par une faiblesse de la rentabilité bancaire voire même négative. Cette faible rentabilité conjuguée à un comportement spéculatif, une campagne d'asymétrie d'information et un contexte macroéconomique institutionnel défavorable, constituent une source de fragilisation bancaire. Elle est suivie pour ensuite par des faillites et des crises bancaires.

Prenons le cas de l'Argentine, et d'après une étude faite par D. Plihon et L. Miotti (2001), il s'avère que la libéralisation financière affecte négativement la rentabilité bancaire. Selon ces deux auteurs, les banques, avant de tomber en faillite, obtiennent une rentabilité supérieure à celle des banques saines. Ce différentiel de rentabilité provient de ce que les banques défailtantes ont cherché à développer une activité hors intermédiation traditionnelle. Elles se sont portées en plus grande proportion sur les opérations de marché de nature spéculative et génératrice de plus-values financières. A mesure que la stratégie de prise de risque par les banques s'accroît, la profitabilité bancaire se voit détériorée et les banques deviennent de plus en plus fragiles.

En conclusion, la libéralisation financière dans les pays émergents s'est accompagnée par une rentabilité élevée des banques. Cette rentabilité s'explique par l'insuffisance de supervision et de contrôle, ce qui a favorisé les opportunités de prise de risque. Un excès de

prise de risque, une détérioration de la qualité d'investissement et une mauvaise allocation des ressources sont à l'origine d'une détérioration de la profitabilité bancaire qui constitue l'une des sources de fragilisation bancaire.

1.2.3/ Libéralisation financière et risque systémique dans les pays émergents :

La libéralisation financière suscite à la fois beaucoup d'attentes (meilleure efficacité allocative des ressources financières, meilleure intégration internationale), et beaucoup d'inquiétudes. En particulier, la question se pose de savoir si cette libéralisation appliquée dans les pays en développement ne constitue pas un facteur d'aggravation du risque pays en général, et une cause plus forte de turbulences systémiques pour les marchés d'actifs financiers et bancaires.

La libéralisation financière implique une variabilité supplémentaire sur les prix des ressources financières (taux d'intérêt, taux de change) qui peut ainsi être à l'origine d'une plus grande instabilité macroéconomique, voire de chocs violents comme les crises de change. En effet, pour les pays qui ne disposent pas de crédibilité politique ou de force monétaire, cette volatilité financière peut rendre les politiques économiques inopérantes ou même « impossibles », empêchant ainsi ces pays d'utiliser des outils budgétaires ou monétaires pour faire face à leurs problèmes économiques domestiques. Dans certains cas seulement (exemples du Brésil et de l'Afrique du Sud), cette plus grande variabilité est (au moins partiellement) compensée par une gamme plus vaste de ressources ou d'instruments, et par des capacités renforcées de protection et de couverture. Le résultat global est donc ambivalent, et dépend de la combinaison entre déréglementation et profondeur (ou liquidité, professionnalisme, etc.) des marchés.

S'il existe une forte concentration d'intervenants sur un marché financier de petite taille (cas le plus fréquent des marchés émergents), le principe d'efficacité des marchés n'est plus avéré. Les prix des actifs financiers et bancaires devient alors des prix d'oligopole, avec des risques de basculements soudains et violents (pour des raisons qui peuvent tenir avant tout à la stratégie financière globale des intervenants dominants, sans connexion automatique avec les « fondamentaux » du pays), et des mécanismes de propagation « systémique » particulièrement forts (mouvements de panique).

Le développement d'un pays s'inscrit dans le long terme tandis que la vision des investisseurs financiers est souvent de plus court terme (voire de très court terme). Il peut ainsi y avoir de conflits potentiels d'intérêt entre autorités politiques et investisseurs ou compagnies privées qui peuvent avoir une influence néfaste sur le développement du pays.

Abordée du point de vue des systèmes bancaires, la libéralisation est un facteur déstabilisant pour trois raisons principales :

- Les phénomènes de contagion entre les marchés d'actifs et les marchés de crédits, souvent par le biais de collatéraux et de garanties qui perdent de leur valeur en cas de choc financier.
- L'arbitrage fait par les banques entre devises et monnaie locale. Ceci pose la question de la structure des bilans bancaires de la part des actifs/crédits en monnaie locale ou en devise et des échéances sur ces mêmes crédits. Ce problème du risque de change a trouvé une illustration forte au cours des crises récentes, en Asie, en Russie et en Argentine.
- La libéralisation financière entraîne un risque de chocs financiers plus récurrents, avec ses conséquences sur les déroulements conjoncturels, et mettant ainsi en jeu la qualité des crédits (non remboursement, faillites) en cas de récession/retournement économique.

La libéralisation financière a souvent été présentée comme la cause des crises survenues dans les pays émergents : déstabilisatrice, elle fragiliserait le système bancaire, pouvant entraîner ainsi une crise pays globale. Cependant, pour appréhender le véritable lien entre libéralisation financière et risque du système bancaire dans les pays émergents, il faut s'intéresser naturellement aux systèmes bancaires eux-mêmes, et déterminer si la structure et les caractéristiques de ces systèmes leur permette ou non d'absorber des chocs venus par ailleurs, voire même de provoquer eux-mêmes, de façon endogène, une crise pays.

D'un point de vue qualitatif, l'analyse du système bancaire peut se faire autour de trois éléments principaux permettant d'estimer sa solidité et son potentiel de résistance à la libéralisation financière et aux chocs qui peuvent en découler : la concentration bancaire, la séparation entre métiers de banque et la supervision, la régulation et la situation des comptes.

1.2.3.1/ La concentration bancaire :

Dans l'absolu et hors intervention publique, une faible concentration suggère un risque de contagion plus faible et une capacité moindre de la défaillance d'un acteur à déstabiliser l'ensemble du système. Cependant, dans le cas du système bancaire, le rôle très particulier de la monnaie (« bien public », en partie associé à une perception du risque faible ou nul des déposants), il existe un soutien implicite des autorités en cas de tensions sur un des éléments du système bancaire. Dans ce cas particulier, la concentration devient un facteur réducteur du

risque systémique, car la taille même des établissements impose alors des interventions publiques en cas de difficultés individuelles des établissements bancaires.

1.2.3.2/ La séparation entre métiers bancaires :

Si les activités des banques sont très cloisonnées (c'est-à-dire s'il y a peu/pas de liens entre dépôts bancaires et opérations de marché), alors le risque de transmission d'un choc financier au système bancaire est faible, et la « qualité des dépôts » n'est pas affectée par les fluctuations de prix des actifs de marchés.

1.2.3.3/ La supervision, la régulation et la situation des comptes :

Elles permettent de donner une indication sur la résistance microéconomique des banques. Les banques se doivent en effet d'afficher des montants des fonds propres, un provisionnement, et des capitaux importants, tout en déclarant leurs créances non performantes, afin de faire face à la variabilité accrue liée à la libéralisation financière, et c'est bien un des enjeux de la nouvelle réglementation de Bâle II.

Ceci permet ainsi de fournir une grille d'analyse « qualitative » du système bancaire dans les pays émergents. Il apparaît que si tous ces critères se conjuguent de façon négative (faible concentration bancaire, faible séparation des métiers et capitalisation réduite), les risques de système bancaire associés à toute libéralisation financière sont maximum (exemple des secteurs bancaires asiatiques avant la crise de 1997).

Aujourd'hui, le système bancaire apparaît rarement comme la cause première d'une crise pays. La question sans doute plus importante est de savoir si le système bancaire peut être un facteur d'amplification d'un choc économique potentiel. En effet, si le système bancaire est fragile, un choc économique au départ localisé peut alors se traduire par une fragilisation accrue des banques, voire des faillites, ces effets auto-renforçant entraînant alors souvent une crise pays globale. Si au contraire, le système bancaire indique une plus grande solidité, ce même choc restera localisé, il n'y aura pas d'effet domino entre le choc initial et les difficultés du système bancaire et le pays pourra éviter une crise pays déstabilisante.

1.3/ L'accompagnement de la libéralisation financière :

L'erreur faite, dans la théologie financière des années 90, a été de considérer que ces avantages potentiels de la libéralisation et de l'ouverture à la concurrence se matérialisaient automatiquement.

Or, d'importantes mesures d'accompagnement de la libéralisation et de l'ouverture financières sont également nécessaires pour que cette dernière soit avantageuse et saine. Ces dernières concernent le cadre macroéconomique et la politique de change, mais aussi l'ordonnancement des réformes et le contexte juridique et réglementaire, comme cela a déjà été traité en détail dans notre chapitre 3 ci-dessus.

1.3.1/ Politique macroéconomique et politique de change :

Aussi bien la prévention que la gestion des crises financières soulignent l'importance des « fondamentaux » économiques : de bons fondamentaux limitent le risque de contagion de la crise et permettent aux gouvernements de disposer des marges de manœuvre nécessaires pour intervenir en cas de crise. Cette recommandation visant à maintenir des fondamentaux sains ne doit pas être interprétée de façon dogmatique. Ce qui est le plus nécessaire, c'est la stabilité et la crédibilité de la politique macroéconomique. Ces conditions n'impliquent pas, ou pas nécessairement, de réduire les déficits (budgétaires et des comptes courants) de façon systématique ou de viser une inflation zéro. Mais elles suggèrent que la gestion de la dette, publique et nationale, est une tâche essentielle. En particulier, l'expérience montre que le financement de déficits des paiements courants importants par des entrées de capitaux à court terme fragilise les pays ; de même, le financement de projets à long terme en monnaie locale par des emprunts à court ou à long terme en devises rend les pays très vulnérables au risque de change. Il y a donc place pour une gestion active et conservatrice des flux d'endettement, qui peut s'appuyer sur des réglementations limitant les mouvements de capitaux, même si l'on sait, qu'à terme, les contrôles de capitaux perdent leur efficacité et sont contournés.

1.3.2/ L'importance de la réglementation et de la supervision :

Le point de départ de toute réflexion est la reconnaissance des imperfections des marchés financiers. La libéralisation ne peut donc signifier la disparition de l'intervention publique : cette dernière est nécessaire pour répondre à ces imperfections par une réglementation et une supervision appropriées. L'objet de cette réglementation n'est pas de réprimer le système financier ou d'imposer les prix et les taux d'intérêt. Il est de compenser l'asymétrie d'information caractéristique des activités financières et de limiter, par la supervision, le risque de crises systémiques dont le coût social dépasserait le coût individuel

pour les institutions financières mal gérées. De nombreuses analyses de la crise asiatique, par exemple, ont attribué la sévérité de la crise à l'insuffisance de la réglementation et de la supervision sur les marchés financiers locaux. Plus généralement, le rôle de la supervision et de la réglementation ne saurait être sous-estimé : Caprio et Klingebiel (1996)¹ ont analysé 29 crises d'insolvabilité bancaire entre 1980 et 1995 et considèrent que des insuffisances de supervision et de réglementation sont à l'origine de 26 d'entre elles. Le processus de libéralisation, interne et externe, des marchés financiers doit donc être conçu en parallèle avec le renforcement de la réglementation bancaire et financière et de la supervision. A l'instar de nombreux autres domaines, le renforcement des systèmes financiers n'implique donc pas un principe de déréglementation visant à retirer la puissance publique du fonctionnement des marchés financiers, mais un processus de destruction créatrice de nouvelles réglementations, plus appropriées et répondant aux défaillances de ces marchés, alors que les réglementations existantes ont souvent plutôt pour objet d'en pénaliser le fonctionnement.

1.3.3/ Ordonnancement des mesures :

D'où la question souvent posée du rythme et de l'ordonnancement des mesures. Comment gérer deux processus parallèles (ouverture et re-réglementation) ? Plusieurs options existent : certains pensent qu'il faut d'abord renforcer la réglementation et la supervision avant d'ouvrir ; d'autres pensent au contraire que la libéralisation et l'ouverture rendent les besoins de réglementation et supervision plus criants et renforcent les incitations à réformer les systèmes financiers locaux dans ce sens, alors que, si l'on retarde l'ouverture à la concurrence, la réforme interne risque d'être repoussée. C'est un argument d'économie politique sérieux : toute réforme crée des bénéficiaires et des perdants. En général, les perdants s'organisent pour retarder la réforme. Une troisième option consiste à gérer le processus de façon simultanée et graduelle. C'est intuitivement la plus satisfaisante sur le plan de la gestion du risque de crises. Mais elle est exigeante politiquement, car un processus graduel implique une volonté forte et constante d'aller de l'avant. Une façon possible d'aider à ce processus et de s'engager d'une façon crédible à la réalisation d'objectifs d'ouverture dans un horizon fixé (« pré-commitment »). Les négociations à l'OMC, qui comportent un volet de libéralisation des services, notamment les services financiers, peuvent y contribuer.

¹ Jacquet P, « Mutations financières internationales et pays en développement », Communication lors de la célébration du 40^{ème} anniversaire de la BCEAO, Dakar, 11-14 mai 2002, p8.

1.4/ Qualité des institutions, libéralisation et crises bancaires : le cas des pays émergents :

Les crises bancaires comme nous venons de le voir dans le développement ci-dessus, frappent sans répit depuis deux décennies la quasi-totalité des pays, particulièrement émergents d'Amérique Latine et d'Asie. Le phénomène est inquiétant par la gravité de ces crises et la récurrence de celles-ci. La littérature empirique avait jusqu'alors mis en avant le rôle des politiques de libéralisation financière engagées pendant les années 1980 et les mesures d'ouverture aux flux de capitaux internationaux prises pendant les années 1990 (Demirgüç-Kunt & Detragiache, 1998¹, Kaminsky & Reinhart, 1999²). Néanmoins, les arguments avancés ne paraissent plus satisfaisants, pour au moins deux raisons. D'un côté, les économies touchées devraient, avec le temps, avoir appris à éviter les crises financières. Alors qu'en outre, elles se sont équipées, avec l'ouverture et le développement des marchés financiers, d'instruments spécifiques de gestion du risque qui devraient diminuer la fréquence de ces crises. La répétition de celles-ci ne peut être donc le résultat du seul facteur libéralisme financier, mais de l'interaction d'un ensemble plus complexe de données qui ne relèvent pas uniquement de l'évolution des réglementations financières. Elles concernent aussi les lois, les règles et les institutions qui régissent le système économique, juridique et politique. Ainsi, est posée la question de la dimension institutionnelle de ces crises.

Certains auteurs commencent à s'interroger de plus en plus sur le rôle des politiques et dispositifs institutionnels dans cette longue vague d'instabilité financière. Ainsi les nombreux travaux de Rodrik et autres (2002, 2003, 2004) évoquent que la qualité des institutions intervient dans tous les domaines économiques. Demirgüç-Kunt & Detragiache (1998)³ furent les premiers à examiner la contribution de l'environnement institutionnel aux crises bancaires. En utilisant des indicateurs comme le degré de respect des lois, la bureaucratie, le PIB par tête et la corruption, ils ont montré qu'un environnement institutionnel développé tend à réduire la probabilité des crises. Mehrez & Kaufmann (2000)⁴ ont étudié l'effet de la transparence sur l'occurrence des crises bancaires dans les systèmes financiers libéralisés. Ils confirment que

¹ Demirgüç-Kunt & Detragiache (1998) dans leur étude portant sur 53 pays sur la période 1980-95, établissent une forte corrélation entre les politiques de libéralisation et les crises bancaires, et évaluent à 78% le nombre de crises associées à une période de libéralisation financière

² De même, Kaminsky & Reinhart (1999) dans une étude sur 20 pays sur la période 1970-95, montrent que la libéralisation financière signale à 71% l'occurrence de crises bancaires.

³ Ben Gamra S et Plihon D, « Qualité des institutions, libéralisation et crises bancaires : le cas des pays émergents », document de travail CEPN N°14, papier présenté à l'école doctorale thématique TNRS de la Rochelle, Septembre 2007, p2.

⁴ Idem.

les économies faiblement transparentes sont les plus exposées aux crises bancaires à la suite de la libéralisation financière.

Demirgüç-Kunt & Detragiache (2000) montre, sur un large spectre de pays, qu'aux différentes formes d'assurance est associée une forte probabilité de crises bancaires. Ils soulignent que ce résultat est d'autant plus vrai que les taux d'intérêt sont déréglementés et l'environnement institutionnel est fragile, favorisant l'aléa moral. Eichengreen & Arteta (2000) ont reconduit l'analyse sur un sous-échantillon de pays en développement. Les résultats semblent moins robustes. Et sur des données microéconomiques, Demirgüç-Kunt & Huizinga (2004) concluent que la présence d'institutions développées accroît de manière significative la discipline de marché, mais celle-ci est fortement réduite par une assurance sur les dépôts.

Dans une étude récente, Barth, Caprio & Levine (2004)¹ traitent empiriquement, après avoir construit leur propre base de données, la question de la régulation et de la supervision bancaire. Ils indiquent que les bonnes pratiques réglementaires qui incitent à la diffusion de l'information et au contrôle interne, contribuent à favoriser la stabilité financière et à améliorer la performance des banques.

Sous un autre angle, Kroszner (1997)² a établi, à partir de la crise des *Savings and Loan*, une relation significative entre les facteurs politiques comme la transparence des décisions du gouvernement, la concurrence entre les groupes d'intérêt et la structure législative d'une part, et la réduction des coûts des crises bancaires d'autre part. Dans la même perspective et en se servant de données individuelles, Brown & Dinc (2004)³ concluent à l'importance des considérations d'ordre politique dans la détermination des délais d'intervention de l'État dans les banques en faillite. Et sur un panel de 29 pays, l'étude de Claessens, Klingebiel & Laeven (2004) menée sur la période 1980-2000, indique que les délais et les coûts de résolution des crises systémiques dépendent significativement du niveau de la corruption et de l'efficacité du système juridique.

Cet aperçu de la littérature révèle qu'aucune étude ne s'est intéressée à l'analyse de l'ensemble de ces aspects institutionnels. Les travaux ont été toujours focalisés sur un aspect particulier de l'environnement institutionnel.

¹ Ben Gamra S et Plihon D, 2007, Op Citée, p3.

² Idem.

³ Ibid.

La fin des années quatre-vingt-dix laissera dans l'histoire économique la trace d'importantes et fréquentes crises du système financier international: le Mexique en 1994/95, la Thaïlande, l'Indonésie, la Corée, la Malaisie, les Philippines en 1997/98, la Russie et le Brésil en 1998 ainsi que l'Argentine et la Turquie en 2001 ont été successivement touchées par de graves crises affectant leur solvabilité extérieure et révélant de profondes faiblesses de leurs structures économiques et de leur système financier telles que retracées dans le précédent développement. En deux mots, ces crises mettent en exergue les risques d'une libéralisation financière prématurée, mal maîtrisée et inadaptée aux données économiques du pays.

La section suivante sera consacrée à la détermination du lien entre l'instabilité des flux de capitaux vers les pays émergents et le déclenchement des crises financière ou en d'autres termes ces flux sont-ils une bénédiction ou une malédiction pour les pays émergents.

Section2 : Flux internationaux de capitaux : bénédiction ou malédiction ?

Au cours de la dernière décennie et avec la dérégulation et la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux, les marchés financiers se sont développés d'une manière spectaculaire. De nouvelles opportunités se sont offertes aux prêteurs et emprunteurs avec l'intégration des marchés financiers et l'émergence de nouveaux instruments financiers. On assiste à une évolution rapide des flux internationaux de capitaux, avec le déplacement prononcé de leur composition au profit des investissements de portefeuille, et à une dynamique extraordinaire des marchés émergents via les marchés financiers internationaux.

Cependant, la volatilité des flux internationaux de capitaux a joué un rôle déterminant dans le déclenchement et le déroulement des crises financières.

A ce stade, une question mérite d'être posée : ces flux de capitaux seraient-ils une bénédiction ou une malédiction pour les pays émergents ? Cette section se propose de répondre à cette dernière.

2.1/ Aperçu général des flux de capitaux à destination des pays émergents :

Les pays émergents sont caractérisés par des marchés qui offrent de bonnes perspectives de croissance, la progression du secteur privé et l'attraction des investissements directs et de portefeuille d'origine étrangère. Ces marchés ont percé à partir des années 1970 pour

progresser substantiellement dès la fin de la décennie quatre vingt avec l'adoption du plan Brady en 1989.

2.1.1/ Les années 1970 :

Durant les années 1970, les flux de capitaux à destination des économies émergentes ont augmenté de façon remarquable. Cette croissance a été provoquée par le choc pétrolier de 1973-1974, favorisé par le développement du marché des eurodollars.

Les pays de l'Amérique latine ont reçu la majorité de ces flux. En effet, les économies bénéficiaires ont pu assurer les services de la dette grâce à la hausse soutenue des prix des produits de base et à l'amélioration des termes de l'échange. Toutefois, les flux nets de capitaux privés vers les pays émergents n'ont pas dépassé, en moyenne, 17,8 milliards de \$ US sur la période 1970-1979 (Tableau6)¹.

2.1.2/ Les années 1980 :

Durant cette période, l'Amérique latine était le principal bénéficiaire de l'important flux de capitaux à destination des pays émergents, qui a atteint jusqu'à 46,2 milliards de dollars pour la région en 1981, soit environ 6% du PIB de la zone. Pendant cette période, les flux internationaux de capitaux étaient le plus souvent effectués sous la forme de prêts bancaires syndiqués².

Ce mouvement s'arrêta brusquement en 1982 avec l'augmentation des taux d'intérêt réels mondiaux à des niveaux jamais atteints depuis les années 1930 et le ralentissement marqué de la croissance des pays développés.

Les pays émergents devinrent soudainement les parias des marchés internationaux de capitaux. Non seulement ils furent exclus des marchés de capitaux, à l'exception des prêts destinés à défendre la valeur des prêts passés, mais, en plus, ils furent forcés de dégager un surplus de compte courant pour rembourser leur dette extérieure.

¹ Barouni Chatta W, « Flux internationaux de capitaux et crises financières », Séminaire Doctoral du GDRI EMMA, organisé par le CEMAFI, Université de Nice Sophia Antipolis, Jeudi 25 et Vendredi 26 Mars 2004, p4.

² Kaminsky Graciela L, « Flux internationaux de capitaux : bénédiction ou malédiction ? », Conférence ABCDE de la Banque Mondiale, Paris, les 15 et 16 Mai 2003, p85.

Les flux nets de capitaux ont diminué durant la période 1980-1989 pour atteindre en moyenne 16,3 milliards de \$ US (Tableau 6)¹. Pour contrecarrer cette chute, il y a eu des programmes de relance notamment du FMI pour encourager le financement privé à destination des pays émergents. Ces programmes n'ont pas eu les effets escomptés et c'est le plan Brady qui a permis la restructuration de la dette des pays en crise en transformant les prêts bancaires en obligations spéciales². Ce plan a permis la création de titres de dette aisément négociables.

2.1.3/ Les années 1990 :

A partir de 1990, les marchés internationaux des capitaux se sont activés d'une manière spectaculaire. En effet, les flux financiers vers les pays émergents ont repris et les flux nets de capitaux privés vers ces pays ont enregistré, en moyenne, 124 milliards de \$ US durant la période 1990-1999³ (Tableau 6).

Durant cette période, l'Amérique Latine devint, à nouveau, le « chouchou » de Wall Street. Les flux financiers vers cette région augmentèrent, à nouveau, massivement. L'Asie bénéficia aussi d'une forte croissance des flux de capitaux, qui furent multipliés par 10 par rapport à leur moyenne du début des années 1980⁴. Cette fois-ci, cependant, la composition des flux de capitaux changea radicalement ; les prêts bancaires furent remplacés par des investissements directs étrangers et des investissements de portefeuille. Les prêts bancaires consentis à l'Asie et à l'Amérique Latine passèrent de 70% des flux nets de capitaux privés dans les années 1970 à 20% dans les années 1990. Alors que l'investissement direct étranger constituait la plus grande part des flux de capitaux vers l'Asie et l'Amérique Latine, les investissements de portefeuille (obligations et actions) augmentèrent aussi substantiellement, pour représenter environ 40% des flux de capitaux totaux au milieu des années 1990. En valeur absolue, les flux sous forme d'actions et d'obligations vers l'Asie (excepté ceux comptés comme IDE) atteignirent 33 milliards de dollars en 1996, tandis que ceux vers l'Amérique Latine culminaient à 63 milliards de dollars en 1994⁵.

¹ Barouni Chatta W, 2004, Op Citée, p5.

² Ce sont des obligations spéciales à coupon zéro du trésor américain.

³ Barouni Chatta W, 2004, Op Citée, p5.

⁴ Kaminsky Graciela L, 2003, Op Citée, p85.

⁵ Idem, p87.

A nouveau dans les années 1990, comme dans les années 1980, les phases de forte croissance des flux financiers furent suivies de phase de retournement :

- Le premier exemple de retournement de flux eut lieu à la suite de la crise monétaire du Mexique en Décembre 1994. Dans ce cas, l'interruption fut de courte durée et les flux de capitaux reprirent pour la majorité des pays dans l'année qui suivit, et retrouvèrent leur niveau d'avant la crise peu de temps après. En outre, à la suite de cette crise, les flux de capitaux vers l'Asie ne furent pratiquement pas affectés, la crise ayant été confinée à un petit nombre de pays d'Amérique Latine.
- Le second renversement, plus sévère, eu lieu en 1997 pendant la crise asiatique. Ce retournement fut par la suite aggravé par la défaillance russe en Août 1998 et la crise brésilienne en 1998-1999. Cette fois-ci, l'effondrement des flux de capitaux fut plus prononcé et dura plus longtemps.

L'arrêt soudain des flux de capitaux vers l'Asie fut brutal : les flux de capitaux totaux passèrent de 123 milliards de dollars en 1996 à 12 milliards de dollars en 1997. Le retournement le plus spectaculaire fut celui des flux d'investissements à court terme vers l'Asie (obligations, actions et prêts bancaires) qui passèrent d'un flux positif de 69 milliards de dollars en 1996 à un flux négatif de 104 milliards de dollars en 1998¹.

Le tableau suivant résume les flux nets de capitaux privés à destination des pays émergents pour la période de 1971-1999.

¹ Ibid.

Tableau6 : Pays émergents : Flux nets de capitaux privés (en milliards de \$ US)

	Moyenne		
	1971-1979	1980-1989	1990-1999
Investissements directs privés nets	3,6	11,9	89,4
Investissements de portefeuille privés nets	0,5	5,0	48,1
Autres flux nets	11,7	-0,7	-13,5
Flux nets de capitaux privés	17,8	19,3	124,0

Source : Extrait de Perrault J.F, « Les flux de capitaux privés vers les économies émergentes », Revue de la banque du Canada, 2002, p39.

En résumé, on pourra dire que cette période a marqué la dynamique extraordinaire des marchés émergents via les marchés financiers internationaux.

L'analyse des statistiques financières internationales de la décennie 1990 montre la hausse remarquable des flux de capitaux vers les pays émergents jusqu'à la fin de 1996 et la baisse de ces flux à partir de 1997.

Les flux nets de capitaux privés sont passés de 31 milliards de \$ US en 1990 à 228,8 milliards de \$ US en 1996. Ils ont considérablement baissé à partir de 1997.

Si on centre l'observation sur deux composantes des flux de capitaux privés, les investissements directs (ID) privés nets et les investissements de portefeuille (IP) privés nets, sur la période 1994-1999, on constate que (Tableau 7) :

- Une hausse continue des flux d'investissements directs.
- Les flux d'investissements directs ont plus que doublé.
- Les flux d'investissements de portefeuille ont baissé remarquablement à partir de 1997. Ils sont devenus négatifs en 1998.
- A partir de 1995, la principale source de financement des pays émergents sont les flux d'investissements directs.

Tableau 7 : Flux de capitaux privés des pays émergents sur la période 1991-1999 (en milliards de \$ US)

	Investissements directs privés nets	Investissements de portefeuille privés nets	Autres flux nets	Total : Flux nets de capitaux privés étrangers
1991	31,3	36,9	55,6	123,8
1992	35,5	51,1	32,7	119,3
1993	56,8	113,6	11,5	181,9
1994	80,6	113,0	-41,9	151,7
1995	98,2	42,7	70,5	211,5
1996	114,4	90,2	24,1	228,8
1997	141,7	46,7	-86,2	102,2
1998	153,6	-0,1	-91,5	62,1
1999	164,0	34,3	-113,4	84,8

Source : Barouni Chatta W, 2004, Op Citée, p8.

2.1.4/ La période 2000-2003 :

Comme le montre le tableau 8 ci-dessous, les flux nets de capitaux privés à destination des pays émergents ont baissé en 2000 et 2001. Cette baisse est due principalement aux investissements de portefeuille. En effet, les investissements de portefeuille ont connu une chute brutale en 2000 suites aux conséquences de la crise asiatique principalement sur la Russie 1998 et le Brésil 1999. A partir de 2002, les flux nets de capitaux privés ont connu une nouvelle phase de croissance, on constate la reprise des investissements de portefeuille tout en restant négatifs.

Tableau 8 : Flux nets de capitaux privés des pays émergents sur la période 2000-2003
(en milliards de \$ US)

Investissements directs privés nets	Investissements de portefeuille privés nets	Autres flux nets	Total : Flux nets de capitaux privés étrangers	Investissements directs privés nets
2000	158,0	-4,3	-124,3	29,4
2001	172,1	-42,6	-104,6	24,9
2002	151,3	-3,0	-85,9	62,4
2003	160,9	-4,0	-91,9	64,9

Source : Barouni Chatta W, 2004, Op Citée, p9.

2.1.5/ A partir de 2003 :

Après avoir connu leur niveau le plus bas en 2002 depuis la crise asiatique, les flux entrants nets de capitaux privés ont atteint, en 2005, leur plus haut niveau historique depuis la crise asiatique de 1997-1998, soit 400 milliards de dollars¹, dépassant même les niveaux d'avant la crise.

Les IDE restent la principale source de financement externe des pays émergents, représentant en moyenne 40% des flux privés nets totaux. En montant, l'Asie demeure la première région d'accueil (avec préférence marquée pour la Chine) devant l'Amérique Latine et l'Europe émergente.

Cependant, les flux de capitaux privés à destination des économies de marchés émergents ont fortement chuté dans le sillage de l'aggravation de la crise financière mondiale : les flux nets de capitaux privés, qui avaient atteint le niveau record de 1,2 billion de dollars en 2007, sont tombés à 649 milliards en 2008 et devraient s'établir à un niveau encore plus bas en 2009, soit 435 milliards². Le recul s'est répercuté, à des degrés divers, sur toutes les régions en développement, les pays émergents d'Europe étant les plus durement touchés. Après avoir enregistré des sorties nettes entre octobre 2008 et mars 2009, la plupart des économies émergentes ont renoué avec les entrées de capitaux privés au deuxième et troisième trimestre de 2009.

¹ Sa S, 2006, Op Citée, p58.

² Données extraites de : Suchanek L et Vasishtha G, « L'évolution des flux de capitaux vers les économies de marché émergentes », Revue de la Banque du Canada, Hiver 2009-2010, p17.

2.2/ Provenance des flux de capitaux privés :

De 1990 à 1998, les États-Unis ont été la principale source d'investissements directs étrangers dans les pays émergents¹. La majeure partie de leurs capitaux ont été dirigés vers les pays de l'Amérique latine, avec lesquels les États-Unis entretiennent des liens commerciaux et historiques étroits. En général, les flux d'investissements directs étrangers ont tendance à aller de pair avec les relations commerciales ou historiques. C'est ainsi que les pays européens membres du G7 sont les principaux investisseurs directs sur les marchés émergents de l'Europe tandis que, dans la région Asie et Pacifique, c'est le Japon.

La provenance des flux de capitaux privés est largement déterminée par la proximité géographique, les similitudes culturelles et la disponibilité de l'information.

Les investissements directs étrangers de l'Europe dans les pays émergents ont progressé de plus de 350 % de 1990 à 1998². Cette augmentation est attribuée en partie à la perspective de l'entrée de pays de l'Europe orientale au sein de l'Union européenne et à l'intégration grandissante de ces pays à l'Europe occidentale. De nombreuses entreprises de l'Europe occidentale, attirées par la main-d'œuvre spécialisée et le niveau relativement bas des salaires dans les économies de marché émergentes européennes, y ont établi des installations de production. Les pays développés de ce continent ont également investi massivement en Amérique latine, particulièrement dans le secteur financier et dans celui des télécommunications, qui connaît une croissance rapide (surtout au Brésil).

2.3/ Pays émergents et crises financières :

Les pays émergents, qui se sont progressivement intégrés à l'économie mondiale, ont connu une croissance rapide due essentiellement à des entrées massives de capitaux privés. Ces pays n'étant pas préparés à la gestion des flux importants de capitaux, se sont trouvés face à des problèmes concrétisés par une crise financière sans précédent.

¹ Perrault J.F, 2002, Op Citée, p42.

² Idem.

2.3.1/ Rôle de l'instabilité des flux de capitaux dans le déclenchement des crises financières :

Ces dernières décennies, certains pays émergents ont entrepris de vigoureux efforts de croissance économique et se sont lancés rapidement dans le courant de la libéralisation financière. Parallèlement, tout investisseur international se trouve toujours en quête de places économiques et financières plus rentables. En effet, ce dernier recherche dans les marchés émergents des rendements supérieurs à ceux auxquels il pourrait prétendre dans les pays développés : un marché plus risqué est toujours un marché mieux rémunéré. Subséquemment, nous avons constaté l'importance des flux de capitaux en direction des pays émergents.

Cependant, faute de politiques macroéconomiques adaptées et de structures financières suffisamment solides et contrôlées, les emprunteurs ont rarement fait un usage optimum des fonds que la communauté financière internationale leur a librement prêtés et les prêteurs eux aussi ont pu invoquer des défauts ou des lacunes dans l'information disponible. Ainsi, on assiste à des faiblesses au niveau des prêteurs et des emprunteurs ; les prêteurs en mal d'information (défaut d'anticipation des agents participant au marché) et les emprunteurs en mal de gestion. Tout cela a préparé le terrain favorable au déclenchement des crises dans ces pays causées essentiellement par l'importance du volume des capitaux introduit dans ces pays.

Une instabilité financière peut être définie comme « *une interférence entre des chocs sur les systèmes financiers et les flux d'information bloquant la réalisation des fonds pour l'investissement* »¹. Les marchés financiers véhiculent les capitaux vers les agents économiques (individu ou entreprise) ayant des opportunités d'investissement productif. De ce fait, un système financier doit lutter contre les problèmes d'information asymétrique essentiellement la sélection adverse et l'aléa moral.

L'existence de ces problèmes conduit à l'instabilité financière, le dysfonctionnement des marchés financiers et la crise financière. La conséquence sera :

- la dégradation du bilan des banques et autres intermédiaires financiers,
- l'augmentation des taux d'intérêt,
- l'augmentation de l'incertitude,
- la dégradation du bilan des entreprises non financières.

¹ Barouni Chatta W, 2004, Op Citée, p12.

Les flux de capitaux privés, qui ont connu une forte croissance à partir de 1995 en direction des pays émergents, ont alimenté des systèmes financiers déréglementés. L'entrée massive a engendré un développement de la distribution de crédits et un surinvestissement. Cela a entraîné un changement de comportement des investisseurs internationaux, devenant moins confiants, qui s'est manifesté par un retrait brutal des capitaux étrangers. Ce va et vient des flux de capitaux privés a déclenché une crise de liquidité.

Léonard (2000) pense que :

« les crises financières survenues au XIX^e siècle étaient pour l'essentiel des crises de succès, le succès ayant suscité des entrées de capitaux disproportionnés par rapport à la taille des pays concernés »¹.

En effet, la majorité des pays émergents frappés par la crise étaient considérés comme porteurs d'un « *brillant avenir* »². De ce fait, l'avènement des crises a mis en exergue d'énormes faiblesses dont les principales ont été résumées par Icard comme suit:

« Parité de change maintenues au-delà du raisonnable, déficits extérieurs ou budgétaires trop tardivement combattus, faiblesses structurelles touchant en particulier le système financier local, manque de clarté sur l'ampleur du soutien que les autorités étaient prêtes ou capables d'apporter à celui-ci, endettement extérieur comportant une trop grande proportion d'échéance à court terme »³

Ces crises ont fait ressortir aussi des dysfonctionnements du marché mondial de capitaux, liés à une volatilité excessive des flux de financement vers les pays émergents ; on a assisté, au gré des circonstances, à des phases d'euphorie exagérée, alternant avec des périodes de repli frileux, caractéristique de ce qu'il est convenu d'appeler un comportement grégaire des acteurs du marché. Cette volatilité des flux de capitaux a eu des conséquences coûteuses pour les pays débiteurs, mais aussi pour les systèmes financiers des pays créanciers. S'accompagnant bien souvent d'une insuffisante différenciation des jugements portés sur les pays d'une même zone ou sur des économies présentant certaines similitudes, elle a pu également conduire à des effets de contagion.

¹ Léonard, « Globalisation économique et financière, intégration régionale et politique monétaire », programme intensif SOCRATES en intégration européenne, p4.

² Icard A, « Instabilité des flux internationaux de capitaux et crises financières », Rapport moral sur l'argent dans le monde, Association d'économie financière, Paris, 1999, p1.

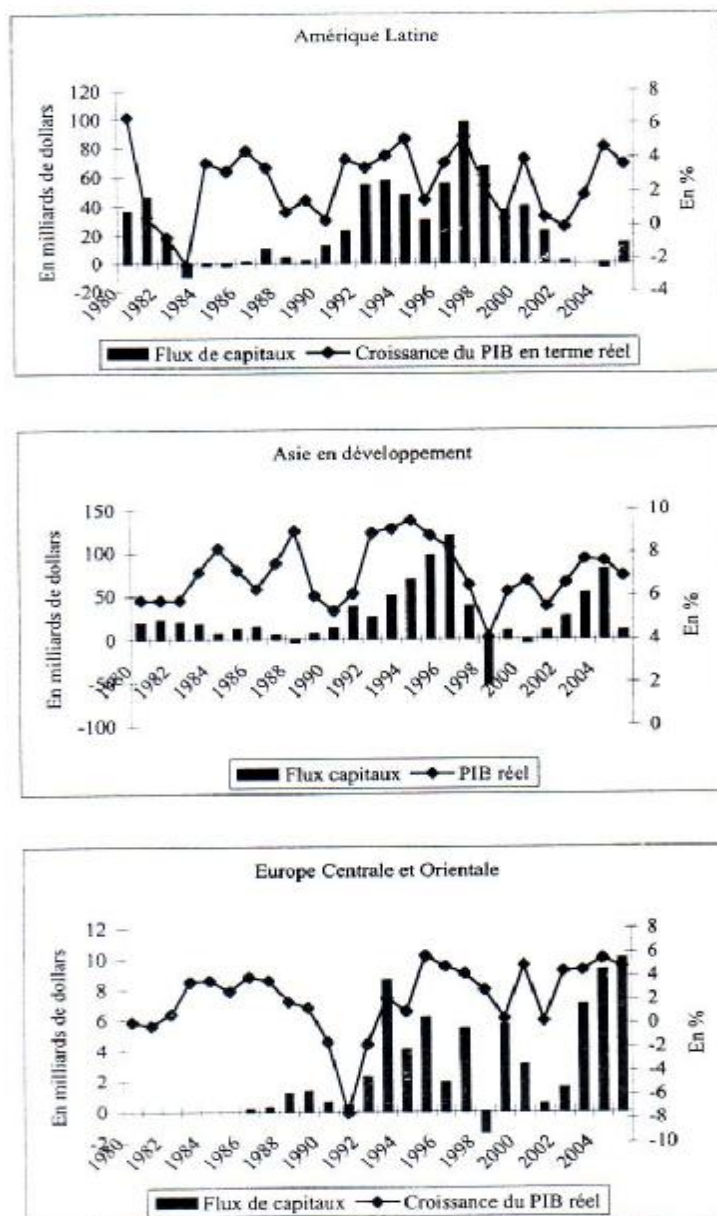
³ Idem, p1.

La volatilité des flux transfrontières de capitaux a joué un rôle certes non exclusif mais déterminant dans le déclenchement et le déroulement des crises financières au Mexique (1995), en Asie (1997), en Russie et au Brésil (1998).

Cependant, en principe, l'ouverture financière internationale doit permettre une meilleure diversification des risques et une protection contre ces derniers. Une implication importante de cette observation est que les pays devraient pouvoir emprunter dans les périodes de ralentissement économique (afin notamment de maintenir leur niveau de consommation) et prêter dans les périodes d'expansion.

Or, le graphique 3 ci-dessous relatif à l'Amérique latine, à l'Asie et aux pays d'Europe centrale montre que ce n'est pas le cas. On voit au contraire que les capitaux tendent à entrer dans les périodes de croissance et à sortir dans les périodes de récession. Ils n'ont donc pas un caractère stabilisant pour les économies émergentes. Au contraire, ils sont pro-cycliques. Ce comportement des mouvements internationaux de capitaux est un élément important de la fragilité des pays émergents.

Graphique 3 : Le caractère pro-cyclique des mouvements de capitaux vers les marchés émergents.



Source : Allegret J-P, « Monnaie, Finance et Mondialisation », Edition Vuibert, Février 2008, 183.

En effet, une des conséquences déstabilisatrices du caractère pro-cyclique des flux de capitaux s'explique comme suit:

« les entrées de capitaux, dans des périodes de stabilité, font monter exagérément les prix d'actifs sans concourir au financement de l'économie ; dans les crises, les capitaux se

retirent, faisant chuter les prix d'actifs et aggravant aussi la récession (par les pertes en capital, le recul de la valeur des garanties hypothécaires des emprunteurs....) »¹.

L'importance des flux de capitaux en direction des pays émergents est la cause de l'amplification du cycle économique et sa soumission au cycle des capitaux dans des économies qui auraient surtout besoin d'une croissance régulière pour renforcer leurs structures et construire les bases de leur avenir par une politique d'investissement sans grand à coup. Cette distorsion a pour corollaire une mauvaise allocation des ressources dans la phase montante ou haute du cycle et un renforcement, aux conséquences néfastes, sur le plan tant économique que social, de la phase d'ajustement à ce niveau, une question sur l'affectation de cette masse des capitaux se pose. En effet, au Mexique comme au Brésil les capitaux étrangers ont servi au financement du déficit de la balance des paiements courants. Ainsi, la crise de ces pays met en exergue les risques du financement d'un déficit par une épargne à court terme, instable et facilement réversible. En Asie où les conditions économiques diffèrent de celles de l'Amérique latine à cette époque (début et milieu des années 90). En fait, ces pays se caractérisent par un taux d'épargne élevé, par des excédents budgétaires, par une politique monétaire faiblement expansionniste ; les capitaux étrangers ont contribué à l'augmentation des taux d'investissements dans ces pays : soit un taux d'investissement avant le déclenchement de la crise de l'ordre de 30%².

En effet, le boom des entrées de capitaux dans les marchés émergents au début des années quatre-vingt-dix a posé d'importants problèmes de gestion macroéconomique. Ces entrées massives ont entretenu soit un boom de la consommation (Amérique latine), soit un boom de l'investissement (Asie du Sud-Est). Ces phases de surconsommation ou surinvestissement ont été alimentées par le boom du crédit qui a affecté de nombreux marchés émergents immédiatement après leur libéralisation financière. Le Mexique a connu une expansion du crédit particulièrement marquée puisque le ratio crédit/PIB s'est accru de 21 points entre 1990-1994 alors que, sur la même période, celui du Chili a augmenté de seulement 2,6 points. Ce ratio a progressé de 35,5 points en Thaïlande entre 1990-1995 et de 29,3 points aux Philippines entre 1990-1996³.

¹ Artus P, « La résolution des crises dans les pays émergents », *Economica*, 2006, p60.

² Ce taux a été cité dans Icard André, 1999, *Op Citée*, p6.

³ Statistiques extraites de : Allegret J-P, 2000, *Op Citée*, p82.

L'instabilité des flux transfrontières de capitaux a constitué un facteur aggravant par son influence sur le cycle économique des pays endettés ; mais elle ne peut être considérée, en aucun cas, comme la cause unique.

« En tout état de cause, la crise asiatique ne résulte pas tant d'un contrôle insuffisant des flux interbancaires internationaux que d'une défaillance de la gestion financière interne. Aucune réglementation des flux de capitaux n'aurait pu y changer quoi que ce soit »¹.

En effet, des défaillances structurelles et réglementaires ont été constatées dans ces pays à la veille de la crise.

2.3.2/ Les défaillances structurelles et réglementaires :

L'afflux massif des capitaux étrangers a favorisé l'endettement des résidents asiatiques auprès des banques à partir de 1994.

« En quatre ans ce passif a presque doublé et a atteint 450 milliard de dollars en 1997 pour des avoirs inférieurs à 280 milliards de dollars, soit un ratio de couverture apparente de 60%. La part des crédits à court terme a atteint 65% en Asie en 1995 et les entrées de capitaux étrangers en Thaïlande ont atteint 82 milliards de dollars entre 1991 et 1996, alors que les besoins de financement ne s'élevaient qu'à 47 milliards de dollars »².

Le tableau qui suit illustre certaines défaillances structurelles constatées dans des pays qui ont connu des crises financières pendant cette dernière décennie.

Tableau 9 : Indicateur de vulnérabilité financière :

1995	Besoin structurel de financement	Part des capitaux stables ou à long terme dans les entrées de capitaux (%)	Réserves en mois d'importations de biens et services	Fongibilité des réserves ¹	Glissement annuel des crédits à l'économie sur glissement annuel du PIB ²
Indonésie	7,70	56,00	3,50	1,40	1,40
Malaisie	12,10	64,00	3,20	0,60	1,20
Philippines	6,50	47,00	2,20	1,70	3,00
Thaïlande	11,10	46,00	4,90	1,10	1,90
Mexique (1994)	10,20	7,60	0,70	5,00	1,90

En % du PIB

¹dettes à court terme dont acquisition de titres en monnaie locale pour des non-résidents sur réserves en devises (%)

²moyenne 1994-1995 sauf Mexique 1993-1994.

Source : SENAT, 2000, Op Citée, p27.

¹ Poret, « Les flux de capitaux- leçons d'Asie », l'observateur N°214, Octobre/ Novembre 1998, p3.

² Rapport SENAT, 2000, Op Citée, p27.

Ainsi, nous remarquons que les besoins structurels de financement de ces économies n'étant que partiellement couverts par des capitaux stables et le montant de la dette à court terme dépassait les réserves en devises de ces pays. En plus, le rôle du secteur bancaire dans le déclenchement de la crise est déterminant. En effet, les sorties massives de capitaux, principale cause de la crise, provenaient essentiellement des capitaux bancaires.

En outre, les politiques suivies par les banques asiatiques ont été le révélateur de grands déséquilibres dans la gestion, à l'actif comme au passif, du bilan de ces institutions financières. Principalement endettées vis à vis des banques commerciales extérieures et de plus en plus victimes du financement de projets industriels en perte de rentabilité, les institutions financières asiatiques réalisent en outre leur activité dans un cadre prudentiel faiblement développé et fragile. En outre, le financement des économies asiatiques se base beaucoup sur les flux nets reçus de l'étranger au point qu'il est devenu fortement tributaire de ceux-ci et leur chute a coïncidé avec la défaillance de tout le système et le déclenchement des crises.

La fragilisation des différents secteurs bancaires asiatiques provient, à leur passif, du degré de dépendance des banques domestiques vis à vis des capitaux extérieurs et de la structure des capitaux ainsi empruntés. En effet, les crédits offerts par les banques étrangères connaissent une croissance rapide dans le passif des institutions financières asiatiques telle que le montre le tableau ci-après :

Tableau 10 : Dettes des banques asiatiques envers les banques étrangères (en % du PIB) :

	1995	1996	1997
Indonésie	22,2	24,4	27,2
Corée	17,0	20,6	21,3
Malaisie	19,2	22,4	28,1
Philippines	11,2	16,0	24,0
Thaïlande	37,4	37,9	38,2

Source : Hammedi K, « Libéralisation des mouvements de capitaux et crises financières internationales : théories et essai d'investigation empirique », mémoire Master en finance internationale, Université de la Manouba, Juin 2004, p38.

Outre le gonflement de leur passif, les emprunts contractés par celles-ci sont, d'une façon majoritaire, libellés en dollars et contractés pour une courte durée.

Nous pouvons dire que les banques asiatiques empruntent en monnaie forte et à court terme et prêtent en monnaie nationale et à long terme, en effet, l'ouverture sur l'extérieur de ces pays a élargi les possibilités de collecter des ressources à court terme empruntées à l'extérieur, remboursables en devises, employées au financement de prêts en monnaie nationale, servant à des opérations à long terme. Ce qui conduit à une exposition accrue des banques à la fois au risque de marché (chute du prix des actifs, notamment immobiliers), au risque de change (supporté par les banques emprunteuses en devises si la monnaie nationale est dévaluée), au risque de crédit (défaillance des débiteurs) et au risque d'échéance (emprunts à court terme et prêts à long terme)

D'ailleurs, il est aisé de remarquer que les trois pays les plus durement touchés par la crise financière, à savoir la Corée du sud, la Malaisie et la Thaïlande, sont ceux qui combinent des offres de crédits domestiques et le ratio dettes de court terme/réserves les plus élevés. En plus, le nombre des entreprises en difficultés a remarquablement augmenté à cause de leur surendettement.

En outre, dans l'ensemble des pays asiatiques, les pouvoirs de contrôle bancaire sont faibles et le niveau d'information sur l'activité des banques est insuffisant, ce qui encourage les banques locales à une prise de risque excessive, éloignée du respect des différents ratios prudentiels.

Le rapport de l'OCDE de juin 1999 éclaire cette idée de manque de contrôle :

« Les organismes de contrôle avaient souvent des pouvoirs limités dans les économies émergentes, et les pénalités imposées en cas de non-respect de la réglementation étaient généralement peu élevées. Cette situation était due à plusieurs facteurs : le caractère informel des liens entre entreprises (notamment en Asie) et le flou qui entourait les droits de propriété, rendant difficile une estimation de l'importance des prêts à des entités apparentées; des contraintes de ressources se traduisant par de rares inspections sur place et par un contrôle minime de l'évaluation des risques de crédit ; le poids limité des organismes de contrôle dans l'administration publique, par comparaison avec celui des organismes chargés de la politique à l'égard du secteur des entreprises; le fait qu'il était difficile, sur le plan politique, d'amener les entreprises à constituer des provisions pour faire face à une modification éventuelle de la politique officielle (modification de la politique de taux de change annoncée, par exemple)»¹.

¹ Rapport OCDE, juin 1999, p42.

Enfin, l'instabilité des mouvements des capitaux étrangers et les défaillances structurelles et réglementaires ne sont pas les seules causes explicatives des crises, en fait la politique de change menée par ces pays a joué quand même son rôle dans le déclenchement de la crise.

2.3.3/ Problème de change :

Ce troisième point de notre analyse des crises est en forte relation avec le premier à savoir : la libéralisation des mouvements de capitaux. En fait, la fixité de la monnaie a attiré plusieurs capitaux étrangers motivés par des différentiels de taux d'intérêt favorables et un faible risque de volatilité du taux de change; ce phénomène a conduit à une appréciation réelle de la monnaie. En effet, Mouley (1998) nous explique l'effet de l'afflux des capitaux externes sur les données macroéconomiques d'un pays. Pour Mouley :

« Dans cette nouvelle configuration de la finance internationale, l'afflux de capitaux externes joue en particulier un rôle moteur dans l'appréciation du taux de change réel. Le risque récurrent d'une déstabilisation macroéconomique est alors évident dès lors que l'accroissement de la masse monétaire due à une hausse des réserves de change soutenue par de fortes entrées de capitaux peut conduire à un excès de demande interne provoquant un accroissement des importations. Ce mouvement est accentué par l'appréciation de change et la perte de compétitivité qui en découlent, ce qui handicape, à terme, la croissance des exportations. En définitive, on se trouve dans un scénario où l'appréciation réelle et le gonflement de la demande liées aux entrées de capitaux font creuser le déficit courant »¹.

En outre, la plupart des pays émergents qui ont connu la crise ces dernières années, ont cherché à ancrer leur monnaie de façon formelle ou informelle au dollar pour assurer une certaine stabilité des prix et afin d'attirer le maximum de capitaux étrangers. En effet, cet ancrage représente une sorte de garantie pour les investisseurs étrangers; ce qui explique d'ailleurs l'énorme afflux de capitaux vers ces pays tel présenté précédemment. Cependant, le choix d'un régime de change fixe ne peut réussir que :

« Si l'inflation dans le pays qui pratique cet ancrage nominal (le peg) converge vers celle qui prévaut dans le pays auquel il ancre sa monnaie »²

¹ Mouley, « Intégration financière et crédibilité des régimes de change dans les économies émergentes : quelques enseignements récents », Revue Tunisienne d'Economie N°9, 1998, p166.

² Bergsten, Davanne et Jacquet, « Architecture financière internationale », conseil d'analyse économique, La documentation française, Paris, 1999, p12.

Or, dans la majorité des cas, cette condition n'est pas satisfaite : chose de nature à favoriser une appréciation réelle excessive et un déficit extérieur qui occasionnent un ajustement brutal du taux de change.

2.4/ Le contrôle des mouvements de capitaux dans les marchés émergents :

Après les crises financières dévastatrices de la dernière décennie, les pays se sont rendus compte de l'importance des contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux. Faut-il oui ou non imposer des restrictions aux échanges et aux mouvements de capitaux entre pays pour éviter la spéculation et par suite limiter la volatilité des flux de capitaux. Ainsi, apparaît le procès des contrôles de capitaux entre ceux qui le critiquent et ceux qui le défendent comme cela a déjà été traité précédemment.

Concernant les investissements directs, nous avons observé et constaté qu'ils n'ont pas été affectés par les problèmes financiers. En effet, le tableau 8 indique une croissance continue des flux nets d'investissements directs privés. Les investissements de portefeuille peuvent procurer des avantages aux pays émergents receveurs avec l'intégration de leur marché au système financier international. L'inconvénient est qu'ils présentent un risque de déclenchement de crises qui conduit à la détérioration économique du pays receveur.

Pour ce faire, les pays émergents ont adopté une grande variété de mesures regroupées en trois familles principales :

- la taxe sur les entrées de capitaux (Brésil, Chili, Colombie et récemment la Thaïlande) ;
- les restrictions quantitatives (République tchèque, Malaisie) ;
- les mesures prudentielles (Indonésie, Philippines, Thaïlande).

Ces mesures ont deux caractéristiques : d'une part, leur caractère temporaire et, d'autre part, leur asymétrie. Cela les distingue de la taxe Tobin, alors que cette dernière porte sur toutes les transactions du marché des changes, les mesures prises dans les marchés émergents portent, en règle générale, soit sur les entrées de capitaux¹, soit sur les sorties de capitaux². Cependant, conformément à l'esprit de la taxe Tobin, les flux à court terme sont plus particulièrement visés.

¹ Ce fut le cas du Brésil (1993-1997), du Chili (1991-1998), de la Colombie (1993-1998), de la Malaisie en 1994 et de la Thaïlande.

² Ce type de contrôle est souvent lié à une situation de crise financière, comme l'illustrent les expériences de la Malaisie (depuis 1998) et de la Thaïlande (1997-1998).

2.4.1/ Le contrôle sur les entrées de capitaux :

Concernant le contrôle des entrées de capitaux, le système chilien est de plus en plus envisagé par les experts du FMI comme un modèle possible pour les autres marchés émergents non encore prêts à s'insérer dans la finance mondiale. Deux raisons principales expliquent cette préférence :

- Ø D'abord, il s'agit d'un système qui est fondé sur les mécanismes du marché et non sur une logique administrative.
- Ø Ensuite, c'est un système simple qui permet de pénaliser plus fortement les capitaux à court terme et qui est unilatéral. Il n'exige donc aucun accord international préalable.

La réserve obligatoire accroît le coût des emprunts en devises pour les entreprises (soit aussi une réduction du taux de rendement des investissements pour les investisseurs non résidents). Le niveau de la taxe implicite dépend de considérations déterminées ex-ante (le pourcentage de réserves exigées ; la durée du dépôt), mais aussi de variables liées aux conditions du marché (les taux d'intérêt, la durée de l'investissement). D'une manière générale, l'investisseur est d'autant plus frappé par la réserve obligatoire que l'échéance de son placement est inférieure à la durée d'immobilisation du dépôt (un an). C'est la raison pour laquelle les placements courts sont particulièrement concernés par le système chilien.

En outre, en raisonnant du point de vue d'un emprunt résident, le coût de celui-ci est accru par le supplément à lever sur les marchés internationaux pour faire face à la réserve obligatoire. Plus les coûts des financements internationaux sont élevés, plus la taxe implicite est forte. Enfin, le taux de la réserve obligatoire peut être modifié par les autorités au gré des tensions affectant le système financier international.

2.4.2/ Le contrôle sur les sorties de capitaux :

Edwards (1999)¹ distingue deux types de contrôles sur les sorties de capitaux :

- soit les autorités imposent un contrôle (ou durcissent un contrôle déjà existant) lorsque le pays est confronté à une crise liée à un déficit des comptes extérieurs, mais sans avoir encore subi de crise de change entraînant une dévaluation de sa monnaie. Il s'agit d'un

¹ Allegret J-P, 2008, Op Citée, p209.

contrôle « préventif » auquel la stratégie thaïlandaise à partir de mai 1997 –c’est-à-dire après la première attaque sur le bath – peut s’apparenter ;

- soit le pays subit déjà la crise financière, liée notamment à une dépréciation massive de sa monnaie. L’objectif du contrôle est alors de retrouver des marges de manœuvre pour promouvoir la croissance et mettre en place une politique de réformes structurelles sans être confronté aux assauts des spéculateurs. Le contrôle est dit alors « curatif » : son objectif est la baisse du taux d’intérêt domestique. C’est la logique du contrôle mis en place à partir du 1^{er} septembre 1998 en Malaisie. Que le contrôle sur les sorties de capitaux soit préventif ou curatif, il repose sur la même nécessité : empêcher les spéculateurs d’avoir accès à la monnaie domestique.

2.4.3/ L’expérience du Chili de 1991 à 1998 :

Le Chili est une victime de son propre succès et de sa réputation acquise suite à une restructuration et une libéralisation de ses marchés amorcées dans les années 1980. Cette réforme de l’économie chilienne était devenue nécessaire après la crise de la dette du début de la décennie. Celle-ci s’accéléra après le retour de la démocratie, suite à la chute du régime militaire du Général Pinochet en décembre 1989. Au même moment, le Chili subissait de fortes entrées de capitaux parce que les investisseurs retrouvaient une certaine confiance à investir en Amérique Latine, mais spécialement parce que la croissance chilienne semblait saine et durable. La stabilité de l’économie se basait sur la vigueur de ses exportations et une restructuration du secteur bancaire. Toutes ces entrées de fonds représentaient une menace pour l’économie puisqu’ils risquaient de compromettre les gains de la réforme de l’économie en causant une appréciation de la monnaie qui allait avoir des effets néfastes sur les exportations du pays. Les économistes expliquent cette appréciation du peso chilien résultant des bénéfices d’une réforme qui porte fruit comme étant un phénomène connu sous le nom de maladie hollandaise financière. De plus, une augmentation de la spéculation exposait le secteur bancaire à plus de risques qu’il ne devait en prendre. C’est pour des raisons d’érosion dans les politiques macroéconomiques et pour maintenir un système de parité à crémaillère (*crawling peg*), qu’en juin 1991, le Chili imposa une réserve de 20%¹ sur les entrées de capitaux. La réserve était déposée à la Banque Centrale pour la durée de l’investissement

¹Balthazard M, « Le rôle des contrôles de capitaux dans la réduction de la volatilité en présence de crises financières et monétaires contagieuses : Étude de cas du Chili et de la Colombie », Rapport de recherche de maîtrise, Université de Montréal, 28 Juin 2006, p20

jusqu'à concurrence d'un an. La limite de celle-ci a été augmentée à 30% en juillet 1992 et la période où la réserve est retenue a été établie à un an, indépendamment de la durée de l'investissement. Les règles ont été modifiées plusieurs fois dans l'espoir de fermer tous les trous dans la loi. Par exemple, en 1995, les contrôles ont été élargis pour inclure les actions de compagnies chiliennes échangées sur le marché boursier de New York en plus de l'émission de bonds à caractère international. Suite à la chute drastique des entrées de capitaux après le déclenchement de la crise asiatique, les autorités n'ont eu d'autres choix que de diminuer la réserve à 10% en juin 1998. Les restrictions ont été finalement abandonnées en septembre 1998.

Selon les autorités chiliennes et certains experts, il y avait trois objectifs justifiant l'imposition de telles restrictions sur les mouvements de capitaux :

- Ø Changer la composition des investissements étrangers vers le moyen ou le long terme au dépend du capital spéculatif;
- Ø Donner la chance à la Banque Centrale d'avoir une politique monétaire indépendante c'est-à-dire de pouvoir maintenir une différence (selon les besoins) entre les taux d'intérêts domestiques et internationaux;
- Ø Réduire l'appréciation réelle due à l'entrée de capitaux.

L'expérience du Chili avec les contrôles des capitaux étrangers est considérée comme un succès, spécialement parce que les deux premiers objectifs semblent avoir été atteints tout en étant capable de maintenir une forte croissance durant la décennie 90. Par exemple, plusieurs études notamment celle d'Agosin et French-Davis (2001) soulignent que la composition du flux d'investissements semble s'être dirigée vers le long terme en favorisant, entre autres, les investissements directs étrangers qui ont atteint environ 60 pourcent des flux. Également, Valdés-Prieto et Soto confirment que le premier objectif a été atteint et d'ajouter que les contrôles n'ont pas eu d'impact sur le niveau total d'entrées de fonds.

En résumé, l'effet incitatif des restrictions sur les mouvements de capitaux a réussi son pari qui était d'augmenter la durée moyenne des actifs en devises étrangères entrant au Chili. Ensuite, d'autres études ont mesuré l'écart souverain (sovereign spread) entre les taux d'intérêts chiliens et ceux des États-unis et confirment que ce deuxième objectif a été également atteint. En effet, Herrera et Valdés (2001) ont mesuré de façon statique et dynamique l'écart souverain en affirmant que l'écart est bien réel quoique de faible amplitude. Cet objectif était très important pour le Chili qui voulait utiliser les taux d'intérêts notamment pour contrôler l'inflation. Selon Edwards, la Banque Centrale a réussi son pari qui était d'avoir plus d'indépendance sur sa politique monétaire. Cependant, il reste à voir si cette

indépendance a eu un effet net positif sur la croissance de l'économie chilienne suite aux coûts supplémentaires pour les entreprises domestiques que cause la hausse des taux d'intérêts.

Finalement, l'appréciation réelle du peso était devenue un enjeu important pour le secteur réel de l'économie et les autorités plaçaient beaucoup d'espoir dans les nouvelles mesures pour contrer ce mouvement. Toutefois, celles-ci n'ont pu empêcher une appréciation réelle de 28% du peso sur la période allant d'avril 1991 à septembre 1998. Comme le démontre, la réserve n'a pas affecté significativement le niveau réel de long terme du peso. De plus, la hausse du taux de réserve n'a pas d'effets concrets sur ce niveau. Il est possible que cette appréciation réelle résulte de la faible performance de plusieurs pays en Amérique Latine durant la même période. Il est possible que la réserve non rémunérée ait eu l'effet escompté mais que d'autres facteurs aient pu venir influencer la valeur réelle du peso.

L'objectif de toutes ces restrictions est d'obtenir une plus grande indépendance dans la conduite de la politique macroéconomique et de protéger les pays contre les flux de capitaux jugés excessivement volatiles. Certains pays ont aussi essayé de réduire l'instabilité des flux en intervenant de façon systématique : resserrement du contrôle des entrées de capitaux lorsque les capitaux étrangers sont abondants, et des restrictions sur les sorties de capitaux lorsque les capitaux étrangers commencent à se raréfier.

Les propositions tendant à limiter les mouvements de capitaux supposent implicitement que ces mouvements peuvent être contrôlés par des mesures d'ordre juridique. Or, il est manifestement difficile de les retreindre (Dooley 1997, Eichengreen et Mussa et al 1998)¹. Le secteur privé peut trouver divers moyens de contourner les restrictions : sur ou sous-facturation, termaillage, substitution de flux réglementés à des flux non réglementés et recours à des moyens illégaux, voire à la corruption. Les moyens d'échapper aux mesures de contrôle des mouvements de capitaux sont devenus nettement plus nombreux, aussi, avec la prolifération des instruments financiers dérivés, qui facilite la transformation d'un produit en un autre (Garber 1998)². De fait, d'après toutes les études consacrées à cette question, l'efficacité des programmes de contrôle diminue au fil des ans, à mesure que le secteur privé investit dans des méthodes d'évasion. En outre, il peut se révéler très difficile de rétablir des

¹ OCDE, « Le point sur les mouvements de capitaux vers les économies de marchés émergentes », p210.

² Idem.

mesures de contrôle des mouvements de capitaux une fois que le secteur privé s'est habitué à un système libéral.

Un système permettant de rétablir efficacement des mesures de contrôle des mouvements de capitaux en cas d'urgence présente des avantages à court terme mais peut aussi avoir des coûts à long terme. Les avantages à court terme tiennent à une plus grande indépendance dans la fixation des taux d'intérêt pour soutenir l'activité économique (Edwards 1998)¹. Quant aux coûts, ils tiennent au fait que les mesures de contrôle temporaire risquent de devenir permanentes et d'être utilisées pour perpétuer des politiques inadaptées, au lieu de favoriser une réforme de ces politiques. Une restriction temporaire des flux financiers peut aussi réduire les échanges de biens et services si elle empêche la couverture des risques de change liés aux transactions commerciales. Des mesures de contrôle temporaire peuvent en outre avoir des conséquences durables telles qu'une augmentation des coûts d'emprunt, si le risque de pertes dues à l'imposition éventuelle de futures mesures de contrôle est intégré aux prix des actifs financiers, et une diminution de l'investissement direct étranger, surtout si elles restreignent les possibilités de rapatriement des bénéfices et des actifs.

Etant donné les avantages potentiels de l'intégration internationale, les économies de marché émergentes doivent s'efforcer de libéraliser progressivement les opérations en capital. Comme le démontrent les crises qui ont éclaté dans des marchés émergents au cours des années 1990, il est indispensable que la libéralisation des opérations en capital soit précédée et/ou accompagnée de mesures destinées à renforcer le système financier et à garantir la stabilité macroéconomique car un bon fonctionnement du système financier est indispensable à la stabilité des flux de capitaux étrangers aussi bien dans les marchés émergents que dans les marchés développés. Cependant, étant donné que, dans la plupart des économies de marché émergentes, les marchés de capitaux sont peu développés, le système bancaire joue un rôle essentiel dans l'intermédiation des flux financiers transfrontières. La capacité du système bancaire à gérer des entrées très importantes de capitaux sans prendre de risques excessifs dépend en partie de l'environnement institutionnel dans lequel opèrent les banques, c'est-à-dire de la conception du filet de sécurité financier et de l'étendue du contrôle du crédit par les pouvoirs publics, du cadre réglementaire et de contrôle et des normes effectives d'information financière. Ces dispositifs institutionnels sont très différents suivant les économies de marché émergentes considérées.

¹ Ibid.

En guise de conclusion, on pourra dire que les deux dernières décennies ont été marquées par l'évolution rapide des flux internationaux notamment l'investissement de portefeuille. Pour les pays émergents, on a observé durant les années 1990, des fluctuations au niveau des flux de capitaux privés :

- Une chute des flux d'investissements de portefeuille due principalement à la crise asiatique.
- Les flux d'investissements directs sont restés considérables après les crises financières.

La volatilité des flux internationaux de capitaux a joué un rôle important dans le déclenchement des crises financières des pays émergents, elle représente un phénomène complexe qui se nourrit d'une bonne part des faiblesses des systèmes financiers pas assez développés et fragiles de ces économies.

Les investissements de portefeuille qui représentent des moyens de financement de spéculation rapides, procurent aux agents économiques des ressources considérables. Mais leur volatilité est un des facteurs qui sont à l'origine des crises financières ayant un impact négatif sur les marchés mondiaux de capitaux. Cet impact est plus accentué si les mouvements des investissements de portefeuille ne sont pas contrôlés.

Conclusion du chapitre II :

L'objectif de ce chapitre était de faire ressortir l'impact de la libéralisation financière sur les pays émergents. Ainsi, tout au long de ce dernier, nous avons tenté de savoir si la libéralisation financière constitue la cause principale d'une prolifération des crises bancaires dans les pays émergents.

Au cours de ces deux dernières décennies, beaucoup de pays ont amorcé un processus de déréglementation du secteur financier, en éliminant les contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux, dont le principal objectif est d'améliorer le développement financier et d'assurer une croissance économique saine et durable. Cependant, l'émergence et la multiplication de graves crises bancaires, ont lancé le doute sur la capacité de la libéralisation financière à atteindre les objectifs souhaités. Autrement dit, une vague d'études empiriques montrent clairement que l'ouverture financière joue un rôle déterminant dans le déclenchement des crises bancaires des années 1990 (Demirguc_Kunt et Detragiache (1999), Noy (2004) Ranciere et al. (2006)). En fait, la prise de risque excessive, l'intensification de la

concurrence ainsi que le comportement spéculatif des banques représentent les principaux canaux à travers lesquels la libéralisation financière a été derrière l'émergence des crises bancaires.

Subséquentement, ces crises du système bancaire ont mené beaucoup d'économistes à reconsidérer les effets avantageux de la déréglementation du secteur financier sur la performance économique et ont mis en exergue les risques d'une libéralisation financière hâtive, mal maîtrisée et mal adaptée aux conditions économiques des pays. En d'autres termes, si la libéralisation financière n'est pas accompagnée d'une régulation prudentielle appropriée et des réformes macroéconomiques et institutionnelles adéquates, elle peut fragiliser le système bancaire, voire même engendrer des faillites. En fait, pour qu'une libéralisation financière soit avantageuse et saine, elle doit être graduelle et ajustée aux conditions propres de l'économie.

Le chapitre suivant sera consacré à l'étude de l'expérience de deux pays qui ont divergé du schéma conseillé par le courant théorique dominant. Il s'agit des expériences de la libéralisation financière de la Corée et de la Chine. L'étude de l'expérience de ces deux pays a pour objectif de montrer que les principes d'une politique préventive et prudente ne sont pas que de nature théorique.

Chapitre III :

Deux expériences de libéralisation financière : la Corée du Sud et la Chine

Introduction au chapitre III :

De nombreux économistes ont attribué les performances des pays du Sud-Est asiatique à l'ouverture de leurs marchés financiers. Ces économistes pensent que les marchés ouverts ou, pour reproduire le terme original, complets, sont préférables aux marchés incomplets. Dans le cas des marchés financiers, une large littérature théorique et empirique soutient l'idée que le développement des marchés financiers domestiques et leur interaction avec les autres marchés financiers internationaux favorisent la croissance et le développement économique.

Nous exposerons, dans ce chapitre, l'expérience de deux pays émergents ayant vécu la transition vers la libéralisation financière totale. Il s'agit de la Corée du Sud et de la Chine. L'étude de l'expérience de ces deux pays a pour objectif de montrer que les principes d'une politique préventive et prudente ne sont pas que de nature théorique. Il reste dans le domaine du possible de l'appliquer et de profiter de la protection qu'elle offre contre les inconvénients de la mondialisation financière.

Pour ce faire, nous allons présenter dans le cadre d'une première section l'expérience coréenne de libéralisation financière, le cas sud-coréen est intéressant précisément parce qu'il combine les caractéristiques d'une économie avec une croissance soutenue, instaurant un régime de contrôle des capitaux et connaissant des crises financières ; et nous consacrerons une deuxième section pour étudier l'expérience réussie de la Chine, en effet, le gouvernement chinois a su tirer les leçons d'une adoption rapide et imprudente du processus de déréglementation financière par les pays voisins.

Section1 : L'expérience coréenne de libéralisation financière

La Corée du Sud a été confrontée à deux problèmes quand elle a entamé une libéralisation de son compte capital. Tout d'abord, la libéralisation a porté préjudice aux institutions financières étatiques. Ensuite, elle a provoqué une déstabilisation d'ordre macroéconomique. Il faut dire aussi que le risque systémique dans la région était assez significatif pour qu'il provoque à lui seul la crise financière, sans prendre en compte l'effet de la libéralisation du compte capital. Le programme de libéralisation financière a surtout affecté le timing, l'ampleur et les conditions particulières de ces crises.

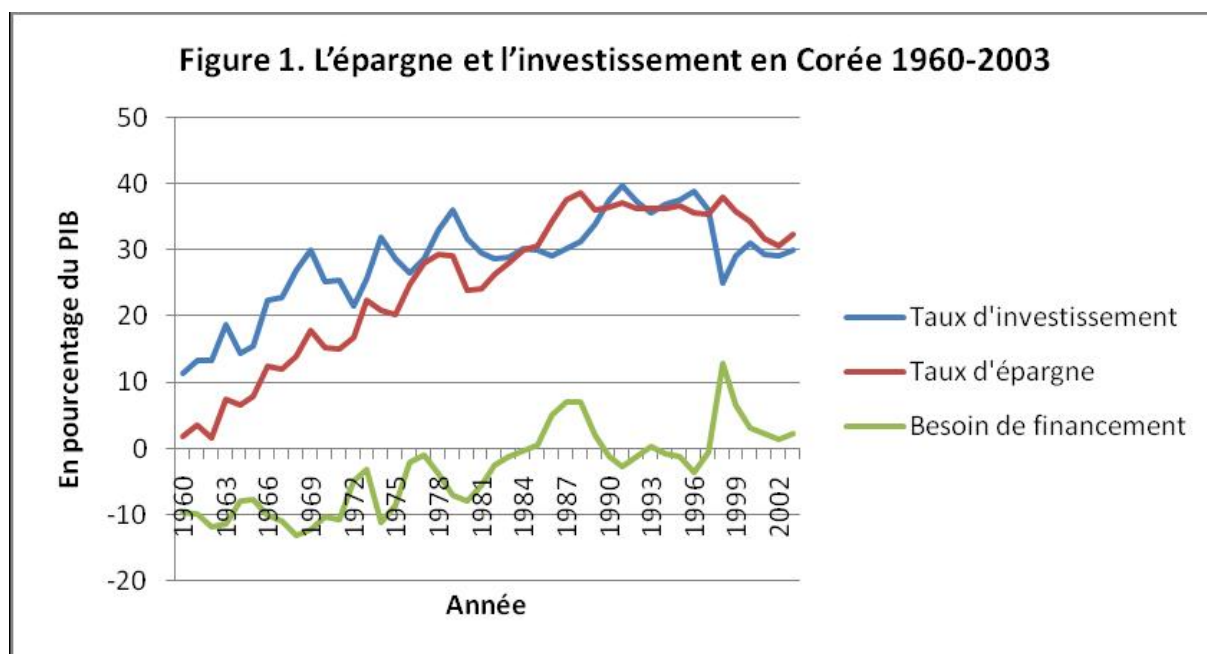
Dans ce qui suit, nous présentons d'abord le contexte politique et économique qui a précédé la mise en place des réformes libéralisatrices pour comprendre leur fondement. Ensuite, les insuffisances du système financier domestique coréen sont analysées pour comprendre le passage d'une politique de contrôles de capitaux à une politique de libéralisation. Sera ensuite exposée l'expérience de libéralisation telle qu'elle a été appliquée. Enfin, nous essayons d'analyser les causes de la crise financière et d'en déduire les recommandations pour des pays émergents comparables à la Corée.

1.1/ Présentation du contexte politique et économique avant la mise en place des contrôles de capitaux :

La Corée du Sud a hérité du régime de répression financière de l'époque de la colonisation japonaise entre 1910 et 1945. Ce régime a persisté jusqu'en 1948, date de l'indépendance de la Corée reflétant le poids de l'aspect dirigiste de l'administration coloniale japonaise. Le fait marquant de l'histoire économique contemporaine de la Corée du Sud était le rôle prépondérant qu'occupait l'Etat. Ceci se manifeste par la génération de rentes et la primauté de l'aspect politique dans leur distribution. Ces aspects sont apparus avec le premier président postcolonial de la Corée, Rhee Syng-man, qui a profité des rentes générées de l'intervention de l'Etat pour fortifier son pouvoir politique. Selon D. Cho (1994), la politique économique sud-coréenne s'est basée sur l'aide américaine suite à la guerre coréenne qui a dévasté le pays entre 1950 et 1953. Cette aide américaine finançait l'accumulation du capital et a atteint un pic de 85% des importations à la fin des années cinquante.

Un gouvernement militaire mené par le général Park Chung-hee a pris le contrôle du pays en 1961. Comme le montre le graphique 4 ci-après, quand ce dernier s'est emparé du pouvoir, l'épargne domestique brute de la Corée était dérisoire.

Graphique 4 : L'épargne et l'investissement en Corée 1960-2003.



Source : Béji S, 2000, Op Citée, p161.

Les investissements principalement financés par l'aide étrangère stagnaient à un niveau légèrement supérieur à 10% du PIB, et le compte de la balance courante présentait un large déficit. Après deux années de résultats économiques médiocres, le gouvernement militaire a unifié l'ensemble des taux de change, a dévalué le won et a lancé une série de réformes à large échelle. Après une rapide expérience de libre flottement du taux de change, les autorités monétaires coréennes ont rattaché la monnaie domestique au dollar américain et ce jusqu'en 1980. Cela a permis à l'épargne domestique (corrigée du montant des aides étrangères) de décoller et à l'investissement domestique de croître rapidement comme le montre le graphique ci-dessus.

Le nouveau régime instauré par le général Park a marqué une rupture avec la politique économique telle qu'elle était pratiquée avant 1961. Celui-ci a néanmoins gardé la tradition de l'interventionnisme étatique et de la prépondérance du rôle de l'Etat, héritée, comme nous l'avons noté plus haut, de la période de la colonisation japonaise. Ainsi, les barrières à l'entrée de nouveaux concurrents sur les marchés domestiques étaient toujours dressées pour protéger les institutions étatiques. De même, le général Park a mis en place une importante infrastructure d'auto-provisionnement et a encouragé les chaebols¹ à axer la production sur des secteurs bien déterminés. A titre illustratif, dans les années quatre-vingt, le top 10 des *chaebols* comptait pour plus de 20% de la formation du revenu national. Le général Park a

¹Cheabol : conglomérat industriel à domination familiale.

mis fin à l'indépendance de la Banque de Corée, qui est devenue subordonnée au ministère de la Finance et à la Maison Bleue¹.

L'accumulation du capital grâce à ces réformes a contribué à la réalisation d'un sursaut technologique rapide et à une transformation de la structure de production. En effet, en 1963, les exportations coréennes de produits primaires non pétroliers comptaient pour plus de 50% dans l'ensemble des exportations. Une décennie après, la composition des exportations sud-coréennes était dominée par les produits manufacturés comme le textile, les produits électriques et l'acier. L'accumulation du capital était financée principalement par l'épargne domestique, aidée par une nette amélioration du niveau d'épargne acheminée de l'extérieur du pays, approchant les 10% du PIB en 1971.

Ces flux entrants ont pris la forme de prêts de long terme et de crédits commerciaux émanant de prêteurs privés et d'institutions publiques. Par contre, les flux d'investissement de portefeuille et les investissements directs étrangers étaient négligeables, et l'ensemble de ces flux entrants étaient soumis à la régulation de la Banque de Corée pendant cette période. Suite à ces mouvements de capitaux, les experts de l'expérience coréenne ont essayé de cerner les sources du développement industriel de la Corée et ont relevé les différentes formes de transferts technologiques des firmes étrangères aux firmes domestiques. Ce transfert technologique était véhiculé par l'entrée des capitaux de long terme, distillés par la Banque de Corée qui exerçait une sélection à l'entrée.

En 1972, le général Park a été réélu pour la troisième fois et a modifié la Constitution de telle sorte qu'il pourra rester président à vie. Pour différentes raisons, il a instauré une politique de promotion des industries lourdes et chimiques. La libéralisation financière initiée à la fin des années soixante a été abandonnée en 1972 ; les taux d'intérêt ont été ramenés à la baisse et le gouvernement a pris le contrôle du secteur bancaire afin d'acheminer les fonds financiers disponibles aux secteurs, entreprises et projets jugés prioritaires.

Des institutions financières publiques spécialisées ont été créées afin de financer des projets à large échelle. De même, les banques commerciales privées ont eu comme instructions de privilégier les prêts à caractère stratégique. A la fin des années soixante-dix, la part de ces prêts préférentiels a atteint 60% de l'ensemble des prêts. Les taux d'intérêt réels appliqués sur ces prêts sont en moyenne négatifs et le subventionnement des taux d'intérêt est passé de 3% du PNB entre 1962 et 1971 à presque 10% en moyenne entre 1972 et 1979. Avec une part aussi large du revenu national, l'allocation de ces prêts préférentiels et subventionnés

¹ Maison Bleue : le siège de la présidence de la République sud-coréenne.

a occupé une place importante dans la planification et l'organisation de la politique économique.

Le général Park a été assassiné en 1979 suite à un coup d'Etat. Le général Chun Doohwan et ses compagnons officiers qui se sont emparés du pouvoir après cet assassinat ont sombré dans des rivalités intra militaires et ne se sont guère préoccupés des intérêts du pays. Face à la détérioration des performances et des conditions économiques du pays, exacerbées par le deuxième choc pétrolier, le général Chun et ses collaborateurs ont eu recours aux technocrates occidentaux pour sauver la situation. Ces derniers étaient prêts à mettre en place des plans de stabilisation et à abandonner les politiques de promotion des industries lourdes et chimiques. Les technocrates auxquels le général Chun a recouru ont mis en oeuvre une politique de stabilisation macroéconomique d'inspiration néolibérale et ont commencé par la libéralisation et la dérégulation de l'économie sud-coréenne. La libéralisation du secteur financier, initiée sous le Ve Plan (1982-1986) et élargie au VIe Plan (1987-1991), a atténué la politique de prêt subventionné aux secteurs prioritaires.

1.2/ La primauté du financement domestique dans le système financier coréen d'avant la libéralisation financière :

La stratégie de développement basée sur l'acheminement des capitaux vers les secteurs prioritaires dans les années quatre-vingt est fondée sur deux piliers : la finance administrée et les contrôles de capitaux. Cette démarche avait pour but de couper les marchés domestiques coréens des marchés internationaux et de garder par conséquent une autonomie dans la poursuite de la politique monétaire et le maintien des structures de financement de l'économie. En pratique, ceci s'est traduit par une focalisation sur la finance indirecte et la limitation de la participation des banques étrangères aux marchés financiers domestiques, ainsi que par la limitation de l'accès des firmes domestiques aux capitaux étrangers. Cette protection du marché financier domestique avait pour motif la protection des banques domestiques qui opéraient sous le régime de la « politique de prêt » (policy lending) pour favoriser les secteurs industriels prioritaires.

La présence et l'accès aux marchés financiers domestiques coréens des firmes bancaires étrangères étaient jugés préjudiciables aux institutions financières domestiques. Le système financier coréen était composé d'un ensemble réduit de banques, tandis que les autres sources de financement des entreprises, comme les marchés des capitaux, étaient limitées à travers un ensemble de taxes et de charges fiscales. Ainsi, le développement du marché monétaire et du marché obligataire était retardé et restreint à quelques titres à maturité déterminée, avec

l'absence d'un marché secondaire développé. De même, l'émission de ces titres était dépendante des garanties bancaires et le gouvernement n'a pas encouragé le développement d'un marché secondaire des titres de la dette publique, des swaps, des obligations ou des futures. En ce qui concerne le marché boursier, le gouvernement sud-coréen a établi en 1990 un quota trimestriel de nouvelles émissions. Avant la crise de 1997, plus de 360 firmes attendaient d'entrer dans la cotation et de pouvoir émettre leurs actions sur la place de Séoul (relativement à 776 qui émettaient déjà sur le marché). C'est ce qui explique le recours à la corruption de la part des dirigeants des firmes pour pouvoir émettre sur le marché boursier. A la suite de cette politique menée jusqu'à la fin des années quatre-vingt, le financement des entreprises était surtout assuré par les prêts bancaires, qui dépassaient le financement par actions, obligations et autres valeurs mobilières.

Ces politiques ont eu de multiples effets et implications. Tout d'abord, les firmes visaient plus à accroître leur taille qu'à être rentables, afin de bénéficier des conditions de financement privilégié et du « policy lending » (politique de prêt). En réalité, le principe de « too big to fail » a incité les sociétés à emprunter davantage sous prétexte que le gouvernement assurait le remboursement des emprunts irrécouvrables. La croissance et la course à une taille importante par l'endettement sont devenues l'enjeu majeur des entreprises sud-coréennes. Les crédits sont donc devenus le moteur de la croissance et, aussi paradoxal que cela puisse paraître, plus la firme était endettée, plus elle était considérée comme performante et bien portante. Une situation que S-m. Yoo (1990) a qualifiée de « survie du plus gros ». En effet, une étude sur le financement des entreprises entre 1977 et 1986 a révélé que « les plus grandes firmes sont celles qui ont la plus faible structure financière »¹ mesurée par la part des actions dans les structures du capital. D'autres études ont montré que les chaebols sont systématiquement moins rentables que les autres firmes sud-coréennes.

1.3/ L'expérience de libéralisation du compte capital et du secteur financier des années quatre-vingt-dix en Corée :

Lorsque la Corée a entamé une politique de croissance tournée vers la promotion des exportations au début des années soixante, le secteur manufacturier était dans un état primaire. Le manque d'épargne domestique a obligé le gouvernement à intervenir sur le marché du crédit afin d'acheminer les rares capitaux domestiques et étrangers vers les secteurs exportateurs. Comme nous l'avons montré plus haut, l'intervention du gouvernement a été

¹ Béji S, 2009, Op Citée, p166.

renforcée dans les années soixante-dix, avec l'adoption d'une politique de promotion des industries lourdes et chimiques. Cette politique était baptisée de politique du « Big Push ». L'allocation des ressources financières et réelles était donc dépendante des initiatives et de la volonté du gouvernement.

Après la mise en place de la politique du « Big Push », l'économie coréenne a souffert de la stagflation et de déséquilibres dans sa balance des paiements entre 1979 et 1981. Il faut dire que c'est aussi à cause de la hausse du prix du pétrole, des turbulences politiques et sociales ainsi que de la mauvaise récolte de riz enregistrée pendant cette période.

Les mauvaises performances économiques affichées au début des années quatre-vingt ont incité le gouvernement à changer de politique économique, passant d'une économie planifiée et d'un gouvernement interventionniste à une économie tournée vers le marché. Au début de cette même décennie, le gouvernement a décidé de limiter son intervention dans l'économie et a déclenché un programme de libéralisation et d'ouverture économique. Le tableau 11 retrace les principales mesures de déréglementation entreprises à partir des années quatre-vingt en Corée.

Tableau 11 : La chronologie du programme de libéralisation financière totale en Corée à partir des années 80.

Le programme de libéralisation financière totale	
Rattachement du won à un panier de devises plutôt qu'au dollar américain	1980
* Introduction du papier commercial	1981
* Mise en application d'opérations à terme en devises étrangères	
Privatisation des banques commerciales étatiques	1981-1983
Abolition des taux d'intérêt préférentiels sur les crédits	1982
*Relâchement de l'intervention du gouvernement dans les opérations internes des banques 1984	1984
*Création des certificats de dépôts négociables	
*Mise en place d'une bande de flottement pour les taux de prêts bancaires	
*Possibilité d'intégrer le marché des capitaux via le Fonds de Corée	
*Permission de réaliser des swaps sur les taux d'intérêt	
*Création de comptes de gestion de liquidité par les sociétés de financement de court terme	1987
*Création de fonds de gestion des obligations par les sociétés de gestion de valeurs mobilières	
*Relâchement des barrières à l'entrée de l'industrie financière	
*Ouverture de l'industrie des assurances aux firmes étrangères	1988
*Annonce d'une phase de dérégulation des taux créditeurs et débiteurs	
*Ouverture du marché des valeurs mobilières aux firmes étrangères	1991

*Annonce d'un plan de libéralisation des taux d'intérêt en quatre étapes *Conversion de quelques sociétés de financement de court terme en banques	
Permettre aux investisseurs étrangers d'acquérir des actions sur la Bourse de Corée	1992
*Annonce de la troisième étape du projet de libéralisation et l'ouverture du système financier *Mise en place d'un plan quinquennal de libéralisation de l'investissement étranger	1993
*Plan d'ouverture du secteur financier annoncé avec la création de l'OMC *Mise en place d'un plan quinquennal de réforme du système de change	1994
*Mise en place d'un plan quinquennal de réforme du système de change révisé avec l'accession de la Corée à l'OCDE *Plan d'ouverture du secteur financier annoncé avec l'entrée de la Corée dans l'OCDE	1996
*Tous les règlements avec les autres pays peuvent être effectués dans n'importe quelle monnaie convertible sauf le won, et les recettes d'exportation de plus de 50 000 dollars américains doivent être rapatriées dans les 6 mois *En novembre, la bande de flottement a été élargie pour + ou - 10% et au mois de décembre, la Corée du Sud a instauré le libre flottement du won	1997
*Permission d'acquisition sans limites pour les étrangers de titres du marché monétaire (billets de trésorerie) émis par les institutions non financières coréennes *Levée des restrictions sur les investissements des étrangers dans les titres financiers coréens	1998
*Lancement de la bourse coréenne des <i>futures</i> *Permission d'investir sur les marchés financiers internationaux pour les entités domestiques *Permission pour les institutions financières domestiques d'établir des transactions portant sur des produits dérivés	1999
Abolition de toutes les restrictions sur les prêts en devises octroyés par les banques domestiques	2001
*Permission aux compagnies d'assurances et aux sociétés de gestion de patrimoine d'accéder au marché interbancaire *Lancement du plan de développement du marché des changes coréen, qui vise la levée totale de la réglementation des changes en 2011 *Assouplissement des restrictions sur les paiements extérieurs des particuliers	2002
* Le régime de flottement libre avec ciblage d'inflation est reconnu comme le régime de change de la République de Corée. * Reconnaissance du statut de <i>foreign exchange bank</i> pour 61 institutions autorisées à effectuer des transactions en devises pour le compte des tiers. * Assouplissement des procédures d'autorisation pour les entreprises désirant effectuer des opérations en devises pour leurs propres comptes. * Maintien de l'obligation de rapatriement des créances sur l'extérieur, des limites à l'investissement des non-résidents dans les fonds spéculatifs ainsi que de l'endettement à court terme par les entités jugés fragiles.	2005

Source : Idem, p167, 168.

1.3.1/ Présentation de l'expérience coréenne des contrôles de capitaux :

Des contrôles de capitaux généralisés ont été utilisés pour isoler le marché financier domestique des marchés internationaux. Les flux de capitaux entrants étaient soumis aux contrôles afin d'empêcher les transactions non autorisées portant sur les devises étrangères et les revenus de l'investissement. Les flux d'investissement direct étranger n'ont été admis à l'entrée que pour quelques secteurs prédéfinis. Bien que des facilités aient été introduites à partir de la fin des années soixante-dix, les flux d'IDE étaient négligeables jusqu'à l'amorce d'un mouvement de libéralisation déclenché après la crise de 1997. Avant la survenance de la crise, la Corée du Sud et l'Inde étaient les seuls pays d'Asie où les investissements américains prenaient la forme de prises de participation minoritaires dans les capitaux des entreprises locales et non pas des prises de participation majoritaires, comme c'était le cas dans les autres pays.

L'investissement sur le marché boursier était interdit aux non-résidents jusqu'en 1992. Il était donc soumis à de rigoureux plafonnements quantitatifs. A l'époque de la crise de 1997, l'appropriation des firmes cotées par les non-résidents était limitée à 20% du capital, avec des parts individuelles limitées à 5%. L'investissement dans les obligations domestiques par les non-résidents était prohibé jusqu'en 1996 ; puis, il a été soumis à des limitations quantitatives. La présence et l'activité d'investissement des institutions financières étrangères ont donc été limitées.

Pendant la période précédant la crise de 1997, les résidents n'avaient pas la possibilité d'avoir des comptes dans les banques étrangères, ni d'acquérir des valeurs mobilières étrangères ; les revenus de l'activité d'exportation devaient être rapatriés dans un délai de six mois. L'investissement direct coréen à l'étranger exigeait un accord officiel et était sujet à des régulations qui avaient pour effet de faire intervenir l'intermédiation des banques coréennes.

Le won était inconvertible et le gouvernement sud-coréen décourageait le développement d'un marché offshore du won, ou des instruments financiers libellés en won. Au début de l'année 1985, une rapide appréciation du yen japonais réel a encouragé la délocalisation du Japon vers la Corée. La Banque de Corée s'est adaptée au nouvel afflux de capitaux, ce qui explique l'accroissement de l'offre de monnaie de 105% entre 1985 et 1989. Le niveau des prix s'est élevé de 3% et la capitalisation boursière a augmenté de 458%¹, faisant de la place de Séoul la neuvième plus grande bourse de valeurs mobilières en termes de capitalisation.

¹ Ibid, p169.

En février 1980 et suite à une dévaluation de 20%, le won coréen s'est détaché du dollar américain et a été rattaché à un panier de monnaies (la pondération de chaque monnaie dans le panier n'a pas été divulguée), avec un facteur d'ajustement politique. Selon J. A. Frankel (1993), le won n'était pas effectivement rattaché à un panier de monnaies. Par contre, B. Balassa et J. Williamson (1990) notent que le facteur d'ajustement politique prédomine. Ainsi, entre 1984 et 1987, le won s'est déprécié par rapport aux cinq monnaies constitutives du panier, ce qui a généré une monnaie sous-évaluée.

La sous-évaluation du won, la délocalisation des activités du Japon vers la Corée du Sud ainsi que la mise en place de politiques expansionnistes aux Etats-Unis ont généré un accroissement du surplus de la balance courante coréenne avec les Etats-Unis. Ceux-ci ont d'abord cherché à exercer une pression sur la Corée du Sud par rapport à son régime, par le biais du FMI. A partir de 1986, le Trésor public américain a commencé ouvertement à exercer une pression sur la Corée du Sud pour qu'elle réévalue à la hausse sa monnaie.

Le Trésor public américain a qualifié la Corée de « manipulatrice du taux de change » après les trois premiers rapports du Congrès, sous la section 3004 de la loi du commerce, qui a supprimé la Corée de la liste en avril 1990, après une nouvelle gestion du taux de change.

1.3.2/ Les réformes concernant les institutions financières bancaires et non bancaires :

La déréglementation financière a commencé avec une large privatisation des banques commerciales et l'abolition de différentes restrictions sur le mode de gestion des banques au début des années quatre-vingt. Le gouvernement a aussi arrêté son contrôle sur les crédits et les taux d'intérêt. En juin 1982, la plupart des taux préférentiels appliqués sur les prêts des secteurs prioritaires ont été annulés.

Les surplus du compte courant entre 1986 et 1989 ont incité les autorités coréennes à poursuivre le processus de libéralisation, non seulement parce qu'il y a eu une amélioration des conditions et performances économiques réalisées, mais également en raison de la pression exercée par les Etats-Unis. Accusant la Corée de manipuler son taux de change, les Etats-Unis lui ont demandé d'accomplir des avancées dans son processus de libéralisation financière et d'être plus transparente dans cette entreprise. Le gouvernement coréen a donc annoncé un plan de libéralisation des taux d'intérêts appliqués par les institutions financières bancaires et non bancaires en décembre 1988. Mais ce programme a vite été délaissé après le ralentissement économique en 1989, suite à la hausse des taux d'intérêt. La libéralisation des taux d'intérêt s'est poursuivie après, en août 1991, lorsque l'économie s'est rétablie d'une phase de marasme suite aux grèves et autres mouvements sociaux des travailleurs. La Corée,

sous l'incitation des Etats-Unis, a entrepris la troisième phase du projet de libéralisation et d'ouverture du système financier.

Cette troisième phase a été annoncée en juin 1993 ; elle était beaucoup plus exhaustive et complète que les deux premières phases. Elle comprenait la libéralisation des taux d'intérêt, le contrôle des prêts bancaires accordés aux chaebols, le financement de court terme et la libéralisation des changes et du compte capital. Le plan visait une libéralisation totale du secteur financier coréen en 1997, par la libéralisation de tous les taux créditeurs, le recours aux instruments indirects de contrôle monétaire, le libre flottement du taux de change, la libéralisation des transactions en devises, etc. Malgré la mise en place de ce projet et les différentes réformes entreprises, le système financier coréen ne s'est pas hissé à un niveau comparable à celui des pays en développement.

La spécificité de l'expérience coréenne en matière de libéralisation financière est qu'elle était prudente et surtout graduelle. L'approfondissement financier entrepris à partir du début des années quatre-vingt a été mené par une croissance des institutions financières non bancaires plutôt que par celle des banques domestiques. Le processus d'approfondissement est passé aussi par une absorption des fonds du marché informel par les institutions financières non bancaires. Alors que les institutions financières non bancaires opéraient en relative liberté en termes de contrôle des taux d'intérêt, de barrières à l'entrée et de structure de propriété, les banques ont été soumises à une réglementation spécifique afin de garder la stabilité de l'appareil financier.

Le tableau ci-dessous compare la productivité des principales banques coréennes, par rapport aux autres banques internationales. Ainsi, et d'après la lecture de ce tableau, le capital des quatre plus grandes banques coréennes représente un cinquième du capital des banques américaines, britanniques et françaises et un huitième de celui des banques japonaises. Mais les banques coréennes emploient relativement moins de salariés, ce qui fait que les ratios du capital et d'actifs par employé ne sont pas inférieurs à ceux des banques américaines et britanniques. Toutefois, le profit par employé pour les banques coréennes est inférieur à celui des banques américaines, britanniques et taïwanaises, ce qui prouve qu'il y a une relative faiblesse de la productivité des banques commerciales coréennes.

Tableau 12 : La productivité des quatre principales banques commerciales dans les pays développés :

	Nombre d'employés (en milliers)	Profit (en milliers de dollars)	Capital (en millions de dollars)	Actifs (en millions de dollars)
Corée	7,6	28,4	0,3	4,8
Etats-Unis	13,4	54,4	0,2	3,2
Grande-Bretagne	12	37,7	0,1	2,9
Allemagne	10,2	39,3	0,4	12,3
France	13,1	18	0,3	6,5
Japon	20,2	-9,8	1,2	32,8
Taiïwan	1,7	56,8	0,3	6,3
Brésil	3,7	6,1	0	0,6

Source : Béji S, 2009, Op Citée, p171.

La faible rentabilité des banques coréennes est attribuée, selon Won-am. Park (2000), à leurs modes de refinancement et d'allocation des fonds prêtables. En effet, du côté du passif, les banques coréennes dépendent moins des dépôts collectés, mais plutôt de l'emprunt de la part de la Banque centrale. Ceci révèle la dépendance des banques commerciales coréennes vis-à-vis de la Banque centrale et témoigne du degré de régulation et d'orientation des prêts par les autorités monétaires, même en phase de libéralisation. Du côté de l'actif bancaire, la part des crédits accordés par les banques coréennes est relativement plus faible que celle des banques des pays développés. Néanmoins, la part de la liquidité et des dépôts auprès de la Banque centrale est plus importante que celle des autres pays. La part relativement importante de la liquidité et des dépôts auprès de la Banque centrale provient respectivement de la large circulation des chèques bancaires et de la formation de réserves obligatoires conséquentes auprès de la Banque centrale.

L'importance du secteur financier dans la réalisation de la croissance et du développement économique a été au début négligée en Corée. Toutefois, plus l'économie grandissait et que ses structures se complexifiaient, plus le rôle du système financier devenait important. En reconnaissance de l'importance du secteur financier dans le processus de croissance, un plan d'ouverture financière a été mis en place en Corée, dans l'espoir d'améliorer les performances de celui-ci. Ce plan a coïncidé avec les négociations pour intégrer l'OMC et l'OCDE. Dans les négociations avec l'OCDE, la Corée a été appelée à ouvrir son marché obligataire, à permettre l'entrée de prêts de l'extérieur ainsi que les fusions

et les acquisitions de ses entreprises par des non-résidents. Pour préparer le terrain à une telle transition, le gouvernement a annoncé un plan de réforme du système de change en décembre 1994. Ce dernier a servi de guide aux délégués coréens pendant les négociations, à l'issue desquelles il a été légèrement modifié. La nouvelle version du plan modifié est le Plan de libéralisation des mouvements des capitaux et de l'ouverture de l'industrie financière, pour la période 1996-2000 ; l'annonce a été faite en septembre 1996. Selon le plan adopté, les non-résidents peuvent établir des firmes financières locales et pas seulement des filiales, et peuvent détenir plus de 50% du capital des institutions financières non bancaires. Les fusions-acquisitions, par des non-résidents, des institutions financières non bancaires ont aussi été permises.

Le gouvernement a également chargé une commission de mettre en place une structure réglementaire et une infrastructure adéquate pour les marchés financiers. De même, il a mis en place un plan de relance de la compétitivité de l'industrie financière en mai 1996.

Les politiques financières ont été conçues afin d'établir un mécanisme de contrôle monétaire indirect et d'alimenter la concurrence entre les institutions financières à travers l'ouverture financière. D'autres politiques ont introduit des mesures de réglementation prudentielle, la transparence dans l'établissement des comptes, la dissémination de l'information, le recouvrement des créances douteuses et l'adéquation avec les standards réglementaires. Ces mesures étaient reconnues comme indispensables à une bonne transition vers une totale libéralisation financière. D'autres mesures allant dans ce sens ont été entreprises, comme l'amélioration de l'infrastructure financière, la réglementation de l'appropriation des banques et la possibilité d'effectuer des fusions-acquisitions entre les banques commerciales.

Afin de mettre en exergue la spécificité de l'expérience coréenne, nous exposons dans ce qui suit les réformes entreprises en Corée, et qui ont préparé le terrain à une ouverture financière totale.

Dans le but de bâtir un système financier solide et fiable, le gouvernement coréen a d'abord tenu à jeter les fondations d'un environnement macroéconomique stable. En assurant l'indépendance de la Banque centrale, en introduisant un régime de change flexible à flottement libre, en instituant la transparence de ses établissements financiers et en assurant l'équilibre de ses finances publiques, le gouvernement coréen a choisi d'assainir ses fondamentaux économiques avant de passer à un régime de libéralisation financière totale. Par ailleurs, le *Financial Structure Improvement Act* de décembre 1997, qui a pour objectif d'inciter les institutions financières non viables à quitter le secteur, a obligé les institutions

financières à se focaliser sur la bonne gestion de leurs activités, pour ne pas risquer la disparition pure et simple. En outre, les mécanismes de dissémination publique des informations relatives aux institutions financières ont aussi été révisés afin d'y introduire davantage de transparence. Celle-ci est nécessaire pour encourager les investisseurs locaux et étrangers. Parallèlement à cela, les autorités de supervision financières se sont focalisées davantage sur la régulation prudentielle des institutions financières, en exigeant, par exemple, qu'elles se plient aux standards internationaux en matière de capitaux propres et de fiabilité des actifs financiers.

1.3.3/ La libéralisation du compte capital :

La Corée a toujours connu des déficits chroniques du compte courant ainsi qu'un taux élevé d'endettement extérieur jusqu'en 1985. Avec le manque de devises, le marché de change s'est souvent retrouvé avec un excès de demande de devises par rapport à l'offre. Ceci a amené une continuelle dépréciation du won. La Corée était donc un importateur de capitaux jusqu'au lancement de son programme de développement économique.

La principale caractéristique de la gestion des changes en Corée est qu'il n'y a pas eu de précipitation sur une ouverture et libéralisation du compte capital face à un manque et un besoin chronique de capitaux extérieurs. Les décideurs coréens se sont plutôt appuyés sur l'endettement extérieur pour pallier le manque de devises, plutôt que sur l'investissement direct étranger ou l'investissement de portefeuille.

Nous pouvons donc nous demander à cet égard, pourquoi la Corée n'a pas commencé par la libéralisation du compte capital, dans le cadre de la mise en place du processus de développement, afin de faciliter le financement extérieur :

- Premièrement, les dirigeants coréens ont surtout cherché à éviter les méfaits et inconvénients connus et « classiques » d'une libéralisation du compte capital, à savoir la fluctuation des capitaux, responsable de la fragilisation du système financier, ainsi qu'une appréciation du won préjudiciable au commerce extérieur.
- Deuxièmement, le gouvernement coréen n'avait aucune difficulté à s'endetter de l'extérieur, étant donné qu'il était confiant par rapport à son rôle prépondérant dans l'allocation des ressources, puisque les investisseurs étrangers étaient exclus des marchés domestiques de capitaux ainsi que de l'investissement direct.

Selon Won-am. Park (2000), la déréglementation des transactions sur les devises a expliqué les importants surplus enregistrés au niveau de la balance courante à partir de 1986.

Cela a contribué à l'allégement du problème de la dette extérieure. Les surplus du compte courant entre 1986 et 1989 ont aidé à la déréglementation des transactions en devises à bien des égards, comme les exigences administratives ou le recours au won dans les transactions internationales. La Corée a accepté l'article VIII du FMI en novembre 1988. La principale avancée enregistrée ensuite a été la mise en place du « *Market Average Exchange Rate System* »¹, au sein duquel les taux de change peuvent fluctuer librement dans une bande.

La libéralisation du secteur financier et du compte capital s'est accélérée dans les années quatre-vingt-dix. Elle s'est caractérisée par l'annonce, d'une part, d'un projet en trois étapes pour la libéralisation de l'investissement direct étranger en 1993, et d'autre part, d'un plan quinquennal de réforme du système de change extérieur en décembre 1994. L'apogée de ces réformes des années quatre-vingt-dix a été certainement l'entrée de la Corée dans l'OCDE en 1996. L'OCDE voulait que la Corée libéralise l'entrée des prêts de l'extérieur, qu'elle permette aux non-résidents d'investir dans les obligations domestiques et qu'elle autorise des opérations de fusion-acquisition sur les firmes domestiques. Toutefois, les dirigeants coréens ont jugé bon de retarder la mise en place de ces mesures jusqu'à ce que la différence entre les taux d'intérêt domestiques et étrangers s'établisse à moins de 2% par an.

Du côté de la sortie des capitaux, des progrès significatifs ont été accomplis dans l'ouverture de l'investissement direct étranger et de l'investissement de portefeuille. Ce dernier, considéré par les décideurs politiques comme le responsable des fluctuations déstabilisatrices des capitaux, n'était permis que pour les entreprises et non pas pour les individus.

Le tableau 13 compare les degrés de libéralisation de cinq pays qui ont intégré l'OCDE à la même époque que la Corée.

Tableau 13 : Le taux d'acceptation selon le code de libéralisation de l'OCDE

La moyenne de l'OCDE	Transactions courantes invisibles (en %)	Les mouvements de capitaux (en %)	Total (en %)
	88(7)	89(10)	89(17)
Corée	82(10)	55(41)	66(51)
Mexique	75(14)	71(26)	73(40)
République tchèque	82(10)	65(32)	72(42)
Hongrie	81(11)	58(38)	67(49)
Pologne	79(12)	56(40)	65(52)

Entre parenthèses, nombre d'articles non acceptés.

Source : Béji S, 2009, Op Citée, p175.

¹ Idem, p174.

Ainsi, en 1996, le ratio d'acceptation pour les transactions courantes invisibles (mesuré par le nombre des articles acceptés par le code de libéralisation de l'OCDE pour les opérations courantes invisibles divisé par l'ensemble des articles) était très proche de celui de la moyenne de l'OCDE. Par contre, le taux d'acceptation selon le code de libéralisation des mouvements des capitaux est bien en dessous de la moyenne de l'OCDE.

1.4/ L'expérience d'assainissement de l'environnement macroéconomique et du renforcement de la réglementation prudentielle :

Nous pouvons analyser l'expérience coréenne de mise en place d'un système financier sain et solide en partant du travail de H. E. Kim (2003)¹, qui a repris en détails les activités d'établissement d'un environnement macroéconomique stable, l'amélioration de la transparence des institutions financières ainsi que l'instauration d'un système de réglementation prudentielle.

1.4.1/ L'établissement d'un environnement macroéconomique stable :

Si un pays désire profiter pleinement de l'ouverture financière totale, ses structures économiques de base doivent être adaptées et assez flexibles pour répondre à des chocs externes qui se traduisent par des sorties massives de capitaux. Il est donc important pour un pays donné de se doter d'un système financier solide, s'il veut passer le cap de la libéralisation financière externe sans dangers ni risques. Or, pour pouvoir bénéficier d'un système financier sain et solide, il faut avoir un environnement macroéconomique stable, avec une banque centrale indépendante et des moyens légaux de promotion et de mise en place de finances publiques saines et assainies.

1.4.1.1/ Indépendance de la Banque centrale :

C'est ce que semble comprendre le gouvernement coréen, qui a révisé l'article fondateur de la Banque centrale de Corée en décembre 1997, de sorte à la transformer en une organisation autonome, capable de conduire la politique monétaire d'une façon indépendante. Le comité responsable de la politique monétaire a lui-même subi des changements à cette date, pour assurer une prise de décisions neutre et libre de toute pression politique. Ainsi, le gouverneur de la Banque centrale est devenu le président de ce comité, qui a vu le nombre de

¹ Ibid, p176.

ses membres passer de neuf à sept. De plus, tous les membres du comité sont devenus des membres permanents.

1.4.1.2/ La politique fiscale :

En ce qui concerne la politique fiscale, la Corée a hérité d'un déficit budgétaire en hausse, suite aux paiements des intérêts sur les fonds publics empruntés pour les restructurations financières postérieures à la crise. Cette augmentation du déficit est aussi due à une augmentation du budget du bien-être social. Afin de parvenir à un équilibre fiscal avant 2003, le gouvernement coréen a proposé la « loi spéciale pour la solidité fiscale » en janvier 2001. Cette loi prévoit la soumission à l'Assemblée nationale d'un plan de moyen terme de trois ans. Le trait principal de ce plan est le resserrement des conditions quant aux rallonges budgétaires et la restriction du recours aux recettes supplémentaires. Néanmoins, cette loi n'a jamais été adoptée. A la place, le gouvernement a décidé d'inclure, en juin 2001, non seulement le budget du gouvernement central, mais aussi les budgets des gouvernements locaux dans son budget consolidé. Ce changement a eu lieu en 2003 afin de se hisser au niveau des standards internationaux concernant la transparence fiscale.

1.4.1.3/ Le régime de change :

En décembre 1997, le gouvernement coréen a complètement aboli ses interventions limitant les fluctuations quotidiennes du taux de change. Il a adopté, à la place, un système de taux de change flexible, permettant au won de fluctuer selon l'offre et la demande sur le marché des changes. Le nouveau système permet au taux de change de mieux refléter les fondamentaux économiques, par rapport à la situation qui prévalait avant la survenance de la crise. Rappelons que pendant cette période, ce sont les autorités monétaires qui intervenaient sur le marché de change et qui limitaient les fluctuations du taux de change du won par rapport aux autres monnaies. Il est à noter que ces pratiques n'ont pas été totalement abandonnées, même après l'instauration d'un régime de change flexible. En effet, les autorités monétaires coréennes continuent à intervenir, selon les conditions, pour réguler d'une façon ponctuelle l'offre et la demande de devises sur le marché.

1.4.2/ Amélioration de la transparence des institutions financières :

L'amélioration de la discipline du marché et du rendement du système financier nécessite la dissémination des informations et la transparence des données relatives aux

acteurs y participant. Or, avant la survenance de la crise, la Corée ne disposait pas d'un système de dissémination des informations conforme aux standards internationaux. Ainsi, elle a procédé, juste après l'épisode des crises, à l'adoption de mesures spécifiques à l'amélioration de la transparence et à la promotion de la gouvernance d'entreprise au sein des institutions financières. C'est à cet effet qu'en octobre 1998, les « normes de divulgation des informations relatives à l'industrie financière » ont été établies afin d'améliorer la gestion de la dissémination des informations de plusieurs manières :

- Ø Premièrement, l'étendue des exigences de divulgation des informations s'est élargie pour contenir toutes les catégories d'institutions financières, y compris les banques étrangères, les fonds d'investissement, les OPCVM, etc.
- Ø Deuxièmement, la gestion de la divulgation des informations a été classifiée selon deux types: la dissémination régulière et la dissémination *ad hoc*, avec l'objectif d'avoir un système de divulgation régulière conforme aux normes comptables internationales.
- Ø Troisièmement, les compagnies financières ont été appelées à publier, deux fois par an, des informations les concernant, au lieu d'une seule fois par an auparavant. Pour les banques, la fréquence exigée est de quatre fois par an. Même les méthodes de dissémination ont été diversifiées pour comprendre les outils électroniques comme Internet.
- Ø Quatrièmement, les sanctions pour manquement ou fraude au niveau de la divulgation des informations relatives à l'institution ont été renforcées. Si une institution financière déclare de fausses informations ou oublie d'en déclarer, elle sera passible de sanctions réglementaires.
- Ø Cinquièmement, un audit externe des institutions financières est rendu obligatoire, dans un souci d'améliorer la confiance dans la gestion de la divulgation des informations.

Si le but de la dissémination des informations par les institutions financières est de fournir des données utiles et fiables pour les opérateurs économiques, les états financiers doivent inspirer confiance et le système comptable doit être amélioré, de sorte à correspondre aux normes internationales. Dans ce contexte, la Corée a introduit un système de marché à marché en novembre 1998 et a changé les bases d'évaluation des actions des institutions financières de leurs propres appréciations à leurs vraies valeurs de marché. De même, les exigences de constitution de provisions pour les éventuelles pertes sur les crédits octroyés ou

les provisions pour d'éventuelles dévaluations d'actifs financiers sont passées de provisions partielles à provisions totales à 100%, afin de correspondre aux standards internationaux.

La gouvernance d'entreprise au sein des institutions financières a été à son tour renforcée, afin d'améliorer la transparence de leurs mécanismes de gestion. En janvier 1997, le « système du directeur externe » a été adopté par les banques, avec l'exigence que plus de la moitié de leurs directeurs soient externes. Toutefois, ce « système du directeur externe » à lui seul semblait insuffisant pour la mise en place d'une gestion transparente et efficace. Ainsi, à partir de janvier 2000, il est devenu obligatoire pour les banques de mettre en place des « comités d'audit », dont les deux tiers des membres sont des directeurs externes. Les banques ont été aussi invitées à instaurer des normes internes et une réglementation spécifique à la protection des investisseurs. Le strict respect de la loi et de la réglementation en vigueur a été aussi demandé aux banquiers ainsi qu'à leurs employés dans l'accomplissement de ces tâches. En même temps, un agent de coordination devait être posté dans chaque banque, afin de rendre compte au « comité d'audit » des éventuelles transgressions des règlements ou des cas de non-respect des normes internes.

1.4.3/ La mise en place d'un système de réglementation prudentielle :

Avec la globalisation financière, le marché financier coréen s'est exposé à des chocs de nature externe, comme l'afflux ou le reflux massif de capitaux étrangers. Pour faire face à ce risque, le gouvernement coréen a commencé à s'intéresser de plus en plus à la réglementation prudentielle, afin de bien gérer les risques pris par les institutions financières du pays. Ainsi, les exigences des ratios de fonds propres recommandés par les accords de Bâle ont été respectées ; la classification des actifs a été révisée de sorte à respecter les normes internationales ; et des mesures correctives ont été introduites dans le système réglementaire de supervision des institutions financières en 1997.

1.4.3.1/ Le renforcement de la régulation prudentielle :

Dans l'objectif d'instaurer une régulation efficace et afin de disposer d'un regard d'ensemble sur tout le système financier, les autorités financières coréennes ont renforcé les dispositifs de réglementation prudentielle. Ainsi, en 1998, les institutions financières ayant un ratio de capitaux propres inférieur à 8% étaient appelées à assainir leur situation et à améliorer leurs structures financières. A partir de 1999, la méthode de calcul de ce ratio des capitaux propres a changé, pour correspondre davantage aux standards internationaux : par exemple,

l'évaluation des valeurs mobilières des institutions financières sur la base de leurs valeurs de marché, et la nécessité de constituer des provisions de pertes sur crédit à hauteur des deux tiers des capitaux engagés.

En décembre 1999, il y a eu l'introduction de nouveaux critères d'évaluation des risques de crédit auxquels les institutions financières sont susceptibles de faire face dans la gestion de leurs actifs. L'adoption de ces nouveaux critères a aidé à limiter les créances douteuses et à améliorer la robustesse et la fiabilité des institutions financières coréennes. Ainsi, outre les détails sur les règlements antérieurs des transactions financières par l'emprunteur potentiel, il y a eu aussi la prise en compte de ses capacités effectives de remboursement du crédit demandé.

Par conséquent, les banques évaluent leur clientèle en fonction de trois critères :

- La capacité de remboursement du demandeur du crédit.
- Son degré de solvabilité.
- La conformité avec le calendrier de remboursement.

Par ailleurs, les institutions financières classifient la fiabilité de l'actif en question (le prêt) selon cinq degrés (ici par ordre croissant de risque) : actif normal, actif nécessitant la précaution, sous actif, actif douteux et actif estimé perdu. Les exigences de constitution de provisions ont été actualisées de sorte à correspondre à la nouvelle classification des actifs par fiabilité. Ainsi, les institutions financières doivent constituer :

- Ø 0,5% des actifs normaux ;
- Ø 2% des actifs nécessitant la précaution ;
- Ø 20% des sous actifs ;
- Ø 50% des actifs douteux ;
- Ø et 100% des actifs estimés perdus comme provisions pour perte d'actifs.

1.4.3.2/ L'adoption du système des mesures correctives :

En avril 1998, le gouvernement coréen a promulgué la « loi sur la restructuration de l'industrie financière ». Il a aussi adopté un « système de mesures correctives » visant à instituer une vue d'ensemble des institutions financières et ainsi à prévenir leur insolvabilité. Le système des mesures correctives s'attache à renforcer la robustesse et la solidité du système financier en facilitant le retrait des institutions financières insolubles du marché, et en remettant de l'ordre dans les institutions donnant des signes d'insolvabilité.

Avant l'adoption du système des mesures correctives, les autorités de régulation coréennes suivaient un « système de conseil de gestion » comme moyen de garder une vue d'ensemble des institutions financières. Néanmoins, ce système n'était pas efficace parce qu'il ne lui revenait pas de prendre des mesures correctives, comme l'annulation des licences d'exploitation, ou d'ordonner des changements dans les procédures de gestion des institutions défaillantes. Ce genre de décisions incombait aux autorités. Avec le système des mesures correctives, la régulation bancaire coréenne s'est libérée de la discrétion des autorités, pour appliquer un contrôle basé sur des critères bien définis dictés par le Comité de Bâle. Le domaine de compétence du système des mesures correctives s'étend à toutes les catégories d'institutions financières du pays, contrairement au système antérieur.

1.5/ Les causes et manifestations de la crise coréenne de 1997 :

La crise survenue en Corée a surpris les observateurs économiques, même les plus avertis. En effet, pendant les trente années qui ont précédé la crise financière en Asie, la Corée a affiché des performances économiques remarquables : croissance rapide, faible inflation, stabilité macroéconomique et finances publiques solides, épargne élevée, économie ouverte et secteurs d'exportation prospères¹. Il n'est donc pas surprenant que nul n'ait prévu la crise. Cependant, il serait légitime de se demander si la crise qui a eu lieu dans toute la région du Sud-Est asiatique en 1997 a révélé des dysfonctionnements d'ordre structurel, c'est-à-dire des dysfonctionnements latents mis en évidence par la crise, ou s'il s'agissait d'une crise du système financier international ayant amplifié des problèmes déjà existants.

1.5.1/ Les manifestations de la crise :

Avant 1997, la croissance économique enregistrée dans toute la région du Sud-Est asiatique avoisinait les 8% pendant la décennie quatre-vingt-dix. Pour illustrer le boom économique qu'a connu la région, nous pouvons citer l'exemple de la Corée, où le revenu par habitant a décuplé en 30 ans. Cette réussite se manifeste aussi si nous nous référons à d'autres indicateurs moins « économiques », comme l'espérance de vie qui est passée de 57 ans en 1970 à 68 ans en 1995, ou le taux d'alphabétisation qui est passé de 73% à 91%. De plus, la réussite économique fut quasiment totale, puisque les bénéfices de cette embellie furent partagés d'une façon plus ou moins égalitaire entre les populations. En Indonésie par exemple, la part de la population vivant sous le seuil de pauvreté est tombée de 60% (taux

¹ Aghevli B.B, « La crise asiatique : Causes et remèdes », Revue Finance et Développement, Juin 1999, p28.

enregistré pendant les années soixante) à 15% en 1996. Les économistes de l'époque ont attribué cette réussite aux plans de développement mis en place et dirigés par les autorités politiques et axés sur la promotion de l'exportation de la production industrielle.

La croissance asiatique en général s'est fondée durant les années quatre-vingt-dix sur des financements externes, après la mise en place des réformes du début des années quatre-vingt, succédant à une époque où l'épargne locale était la ressource de base. En effet, comme il est mentionné plus haut, la stratégie d'industrialisation de la Corée était basée sur la stimulation des chaebols, qui transformaient l'épargne des ménages en investissement dans de nouvelles productions exportables. Comme résultat de cette stratégie, l'économie coréenne était dominée, en 1997, par de grandes entreprises (les chaebols) qui présentaient des taux d'endettement élevés, particulièrement auprès du secteur bancaire. A titre d'exemple, en Thaïlande, en Corée et en Malaisie, les créances des banques sur le secteur privé ont atteint 140% du PIB en moyenne en 1996¹. En outre, l'afflux des capitaux de court terme à partir du début des années quatre-vingt-dix a largement transité par les systèmes bancaires locaux. Ces capitaux ont représenté jusqu'à 10% du PIB thaïlandais par exemple.

Les premières manifestations de la crise remontent à janvier 1997, avec la faillite du chaebol coréen Hanbo Steel. Ensuite, il y a eu la chute du prix de l'immobilier en Thaïlande à partir de la fin de l'année 1996, provoquant une situation de cessation de paiement en février 1997. C'est ce qui a obligé le gouvernement thaïlandais à laisser flotter le baht en juillet 1997, alimentant un sentiment de suspicion générale dans toute la région. A partir de la mi-1997, la tendance à l'afflux des capitaux étrangers s'est inversée, provoquant notamment une chute des monnaies locales de 20% en septembre.

Selon S. Radelet et J. Sachs (1998)², le déroulement de la crise a suivi plusieurs étapes. Initialement, les créanciers étrangers qui étaient à l'origine de l'afflux des capitaux début 1990 ont anticipé la propagation des difficultés qu'a connues la Thaïlande sur toute la région. Il s'est donc ensuivi une dépréciation des taux de change qui a dissuadé les créanciers étrangers d'accorder de nouveaux prêts. Les débiteurs locaux ont été contraints de trouver des devises afin de rembourser leurs dettes, ce qui a accru les mouvements sur le taux de change. Ces débiteurs, qui ne se sont pas couverts contre le risque de change, ont subi des pertes substantielles qui ont affaibli leurs positions. Les agences de notation ont incité indirectement le retrait des créanciers, en détériorant la notation des économies de la région. La stratégie

¹ Geoffron. P et Plihon. D, « La corrosion financière des modèles industriels asiatiques », Revue d'Economie Industrielle, N°86, 4^e trimestre 1998, p. 109.

² Béji S, 2009, Op Citée, p182.

poursuivie par les gouvernements n'a pas restauré la confiance des créiteurs, qui ont réalisé que la contraction économique qu'a connue la région était finalement plus forte que prévu. Cela a accéléré la fuite des capitaux privés.

P. Geoffron et D. Plihon (1998) notent que la différence entre la crise asiatique de 1997 et la crise de la dette des années quatre-vingt ou celle du peso de 1994-1995 réside dans le fait que la politique fiscale et la dette publique n'ont pas causé la fragilisation des économies asiatiques. Les auteurs ont plutôt imputé la responsabilité de la crise à un boom de l'investissement privé et à un afflux de capitaux externes suite à la réforme du début des années quatre-vingt-dix. C'est l'Etat qui était le principal « coupable » pour le cas de la crise du peso où il était solvable mais illiquide, et non pas le secteur privé comme dans les cas asiatiques. Cette différence est importante, puisqu'elle renseigne sur la présence de manifestations spécifiques pour les cas asiatiques, comme la formation de bulles spéculatives sur les marchés de capitaux et de l'immobilier.

1.5.2/ Les causes de la crise :

Il y a, en fait, deux explications distinctes quant à la survenance de la crise dans région du Sud-Est asiatique en 1997. Une première approche privilégie une interprétation en termes de panique financière pure, à laquelle adhèrent S. Radelet et J. Sachs (1998). Une seconde approche prône une interprétation « fondamentaliste » quant aux causes de la crise. C'est l'idée défendue par P. Krugman (1998). Néanmoins, P. Geoffron et D. Plihon (1998) notent que les deux explications ne sont pas forcément incompatibles, puisqu'une combinaison des deux mécanismes a provoqué la crise. Selon P. Krugman (1998), il s'agit d'une crise de fondamentaux ; c'est-à-dire qu'elle est essentiellement due à des facteurs relevant de la sphère « réelle ». Cette crise ne peut être ni expliquée ni analysée en recourant aux modèles de la première ou de la deuxième génération. En effet, contrairement aux modèles de la première génération, la crise asiatique n'a pas pour origine, selon P. Krugman (1998), des déficits budgétaires et ne serait pas liée, comme le stipulent les modèles de deuxième génération, à une perte de crédibilité des politiques économiques. L'origine de la crise, selon lui, serait liée à l'évolution des structures financières. Les tenants du « fondamentalisme », au-delà de l'analyse de P. Krugman (1998), considèrent que la crise était le produit de déficits commerciaux croissants financés par l'accumulation de dettes de court terme libellées en devises étrangères et sans couverture du risque de change (d'où un cercle vicieux de dévaluations compétitives), d'un investissement abusif dans des projets risqués et à faible

productivité, d'un surendettement et d'un surengagement dans la sphère financière en raison d'aléas de moralité et d'une garantie implicite et explicite des gouvernements.

Quant à S. Radelet et J. Sachs (1998), ils privilégient l'hypothèse de la panique financière. Ils considèrent que la survenance de la crise est principalement due à l'afflux de capitaux étrangers volatils et vulnérables à des comportements de panique. Les déséquilibres macro ou microéconomiques dans ces pays n'expliquent pas à eux seuls l'étendue et l'ampleur de la crise. La panique s'explique par la spécificité des créditeurs, des erreurs d'appréciation en matière de politique par les autorités locales et donc l'inadéquation des plans de sauvetage par les institutions financières internationales. S. Radelet et J. Sachs (1998) n'accusent pas particulièrement le cadre institutionnel des opérations financières, ni les garanties implicites et explicites accordées aux apporteurs de capitaux. « *La conviction principale de Radelet et Sachs est que les marchés internationaux de capitaux sont soumis au risque de crises autoentretenuës dans lesquelles les créditeurs individuels peuvent agir rationnellement tout en suscitant des retournements de flux de capitaux qui ne sont pas justifiés par les évolutions fondamentales.* »¹

Toujours selon P. Geoffron et D. Plihon (1998), les raisons de la crise asiatique tiennent à des facteurs de vulnérabilité dans l'architecture des structures financières nationales et aux modalités du *corporate governance*.

1.5.2.1/ L'inadéquation des réformes financières :

La libéralisation financière entreprise dans les pays du Sud-Est asiatique a été le produit d'une pression exercée par les pays développés, notamment dans le cadre du GATT. Ces mouvements de libéralisation financière ont été mis en place parallèlement à une libéralisation commerciale, accompagnées par une forte croissance et une hausse des profits et des prix des actifs patrimoniaux. Ces mutations n'ont pas été seulement entreprises sous la pression des pays développés, puisque la nécessité de diversifier les risques et d'attirer les flux d'IDE a incité ces derniers à internationaliser leurs marchés financiers locaux. P. Geoffron et D. Plihon (1998) considèrent que cette libéralisation a exacerbé la concurrence entre les institutions financières locales, les poussant à prendre plus de risques dans leurs opérations de choix des projets à financer. L'expérience de libéralisation financière asiatique s'est aussi teintée de laxisme, de la part des autorités de supervision, par rapport aux nouvelles firmes financières non bancaires, ce qui a contribué à accroître la concurrence sans aménagement des

¹ Geoffron. P et Plihon. D, 1998, Op. Citée, p. 113.

prérogatives prudentielles ni préparation du cadre législatif et réglementaire adéquat. La conduite de ces politiques de déréglementation a donc provoqué la fragilisation des systèmes financiers asiatiques¹. La libéralisation financière qui a permis l'afflux des capitaux sans prévention préalable a engendré une recrudescence des investissements, qui ont favorisé la formation de bulles financières et immobilières. Celles-ci ont gonflé la valeur des garanties déposées auprès des banques en contrepartie des prêts octroyés, ce qui a généré une situation de fragilisation financière et une surexposition des banques au risque.

1.5.2.2/ L'incompatibilité de la forme de corporate governance asiatique avec l'apport des capitaux externes

La Corée et la plupart des pays du Sud-Est asiatique ont un mode de *corporate governance* basé sur les relations de clientèle entre l'entreprise et la banque. Ce modèle se caractérise par une forte concentration du capital, qui est associée à une faiblesse de la protection légale et réglementaire contre les *insiders*. Les entreprises asiatiques sont donc détenues et dirigées par des majorités à caractère familial, ce qui est favorable à la concentration des risques. La deuxième caractéristique du mode de *corporate governance* asiatique est l'absence de rigueur et de discipline du marché, du fait de la participation des banques dans le capital des firmes, ce qui favorise l'accumulation des risques. Ce système était donc mal adapté pour accueillir des capitaux externes en raison de la faiblesse, voire de l'absence d'infrastructure institutionnelle adéquate. A cet égard, P. Geoffron et D. Plihon (1998) notent : « *Il apparaît ainsi que le cadre institutionnel était particulièrement inadapté pour accueillir des capitaux issus du monde du corporate governance marchand. Pour cette raison, les investisseurs étrangers ont déployé leurs engagements sur le court terme principalement, dans la mesure où ils ne disposaient pas de sécurité permettant de garantir leurs apports sur un plus long terme.* »²

Par cette citation, nous arrivons à la raison qui incite à évoquer le cas de l'ouverture financière à la coréenne et à la prendre comme exemple pour le cas des pays émergents, objet de cette étude.

La cause de la survenance de la crise pour le cas de la Corée fut, comme nous venons de le voir, un relâchement brusque de la marche prudentielle suivie au départ du processus de passage à la libéralisation du compte capital, bien que toutes les autres conditions fussent

¹ Idem, p114.

² Ibid, p116.

satisfaites. La Corée bénéficiait d'un taux de croissance élevé et d'un système financier et bancaire qui était largement modernisé ; les déficits courants et budgétaires étaient maîtrisés. De plus, les autorités ont procédé par étape dans le processus d'ouverture, et même avec la libéralisation, elles ont gardé un certain degré de protectionnisme financier en instaurant un régime de contrôle de capitaux, avant d'accélérer la cadence des réformes sous la pression des institutions financières internationales (IFI) et des Etats-Unis.

Le cas de la Chine, le deuxième pays dont nous étudierons l'expérience dans ce chapitre, est différent. Ce pays n'a pas subi les retombées de la crise qui a secoué la région, non seulement parce qu'il a poursuivi une démarche intégrée d'ouverture financière, mais aussi pour d'autres raisons, pour le moins « originales », qui feront l'objet d'étude de notre prochaine section.

Section 2 : L'expérience chinoise d'ouverture financière.

En Mai 2001, la Banque mondiale a publié un rapport intitulé « *Mondialisation, croissance et pauvreté : bâtir une économie mondiale inclusive* »¹. Quatre pays y sont désignés comme les champions de la mondialisation à leur tête nous trouvons la Chine.

L'expérience chinoise en matière de libéralisation financière représente un cas particulier à bien des égards :

- Ø Premièrement, par la nature du régime politique chinois qui a précédé les réformes entreprises. En effet, et comme nous le montrerons, le régime chinois était un régime communiste de type léniniste, basé sur une économie planifiée qui ne laissait pas de place à l'initiative privée et qui ne faisait pas confiance aux forces du marché.
- Ø Deuxièmement, par la nature de la transition vers l'économie de marché. Les réformes économiques et financières en Chine n'ont été accompagnées ni par des réformes institutionnelles, ni par une restructuration de l'infrastructure légale du pays. Paradoxalement, ceci n'a pas eu un effet négatif ou retardateur quant aux implications de ces réformes qui ont été somme toute réussies.

Dans ce qui suit, nous exposons l'état de l'économie chinoise d'avant 1978, date du début des réformes, pour bien souligner la particularité du point de départ de la Chine. Ensuite, nous montrons l'étendue et la manifestation des réformes entreprises, avant

¹ Rodrik D, « Nations et mondialisation : les stratégies nationales de développement dans un monde globalisé », Edition la Découverte, Paris 2008, p12.

d'évoquer les manifestations du succès de ces dernières et ce, malgré des contradictions d'ordre institutionnel représentant ce qu'on a appelé le « paradoxe chinois ».

2.1/ Le paysage économique et financier chinois d'avant les réformes :

L'Etat chinois était le responsable et le gérant de la vie économique du pays avant les réformes entamées en 1978. Ainsi, les activités et les décisions d'investissement étaient soigneusement planifiées en fonction des besoins de l'économie, sans faire intervenir le jeu de la confrontation de l'offre et de la demande des besoins de financements sur un marché. Les banques d'Etat agissaient comme des agents comptables, accaparant le monopole de la réalisation des différentes transactions financières et monétaires dans l'économie. Pour ce qui est de la gestion des changes, la Chine a pratiqué, avant 1979, un système concentré de gestion des devises. Ainsi, tout agent économique disposant de revenus en devises était obligé de les convertir en monnaie locale, le renminbi. L'usage des devises étrangères à des fins d'importation, d'investissement ou autre se faisait selon une planification centralisée nationale.

A la fin de l'ère maoïste, le système financier chinois était essentiellement calqué sur le système monobanque de type soviétique qui gérait les fonds des entreprises étatiques et accessoirement collectait des dépôts auprès des ménages. Ces fonds collectés étaient employés dans le financement des investissements de l'industrie lourde, selon une planification étatique établie à l'avance. La Banque populaire de Chine ne se souciait pas d'instaurer un climat de concurrence parmi les emprunteurs et les créditeurs, n'évaluait pas l'aptitude des entreprises étatiques à rembourser les crédits contractés et ne surveillait pas l'activité des firmes, sauf pour vérifier si elles suivaient la démarche et le planning déjà mis en place par le ministère du Plan. Par essence, la Banque populaire de Chine agissait comme une extension de l'Etat planificateur au niveau du système financier. Par ailleurs et comme la plupart des pays en développement, l'économie de la Chine d'avant les réformes n'était pas très monétisée. C'est une caractéristique de l'économie chinoise appuyée par le principe de l'autosuffisance de Mao. Ainsi, l'épargne rurale et urbaine combinée est passée simplement de 1,5 point du PNB à 7 durant la période 1952-1978¹.

Après la mort de Mao Tsé-toung en 1976, et l'accès au pouvoir de son successeur Deng Xiaoping, une série de politiques de réformes ont été lancées par ce dernier. Des réformes

¹ Béji S, 2009, Op Citée, p187.

entreprises dès décembre 1978 et qui ont touché aussi bien le secteur économique que le secteur financier. L'objectif de ces nouvelles politiques était la préparation de l'instauration d'une économie de marché, où le secteur privé commencerait à se substituer à l'Etat dans quasiment tous les domaines de la vie économique.

2.2/ Présentation des réformes entreprises en Chine après 1978 :

En 1978, la Chine a commencé son ambitieuse réforme. Dans le chaos de la grande révolution culturelle, les chinois ont reconstruit leur vie politique et économique.

La transition d'une économie planifiée de type soviétique à une économie de marché a nécessité un renouveau des institutions, voire la mise en place de nouvelles institutions qui n'existaient pas auparavant. Néanmoins, le souhait du Parti communiste chinois de maintenir un pouvoir de monopole politique a empêché partiellement l'émergence d'un nouveau pouvoir pour les gouvernements locaux. Il a négligé aussi le rôle de la loi dans l'organisation de la société chinoise. Malgré cela, avec le changement d'idéologie conséquent au changement entrepris à la tête du régime (avec l'arrivée au pouvoir de Xiaoping), la Chine a connu une mise en place graduelle d'institutions légales, une décentralisation des institutions politiques, une croissance rapide du secteur privé et une amélioration de l'état des marchés financiers.

Au cours de ces 25 dernières années, l'économie chinoise a enregistré un taux de croissance de 9,5%¹ en moyenne. La Chine est devenue très active sur le plan économique mondial.

2.2.1/ Les réformes des entreprises d'Etat chinoises :

Si nous souhaitons faire le bilan des réformes chinoises trente années après leur amorce, nous remarquons que celles qui concernent les entreprises étatiques chinoises (EEC) demeurent parmi les plus épineuses, selon B. Chen et Y. Feng (2000)².

A partir de 1978, la restructuration des EEC a été adoptée par le gouvernement chinois comme représentant le cœur des réformes économiques. L'originalité de l'approche chinoise dans cette restructuration réside dans le fait que le gouvernement chinois n'a pas recouru

¹ Etudes économiques de la Chine, OCDE, Septembre 2005.

² Béji S, 2009, Op Citée, p188.

d'une façon systématique à la privatisation de ces entreprises, mais plutôt à une attribution de davantage d'autonomie dans les prises de décisions managériales pour leurs dirigeants. Au début des années quatre-vingt, une étape supplémentaire a été franchie dans le processus réformateur. Il s'agit de l'établissement du système de responsabilité contractuelle (SRC) et de l'actionnarisation¹ des entreprises, dans une tentative des autorités chinoises de les rajeunir. L'idée centrale du SRC était de garantir une autorité managériale aux EEC, ainsi que leur soumission aux lois de partage du profit. Le dessein de l'établissement de ce système était d'introduire une forme d'incitations et de motivations d'ordre financier (et donc d'introduire la notion de profit et de gain matériel), tout en gardant l'autorité et la propriété étatique. L'actionnarisation des EEC correspond à une ouverture de leur capital et à leur conversion en des sociétés à responsabilité limitée, avec l'objectif de préserver leur gestion de l'interférence étatique. L'expérience de l'actionnarisation a débuté en 1984, et a été suivie à petite échelle jusqu'en 1991, date de création des deux grandes bourses chinoises de valeurs mobilières qui ont contribué à l'essor, au développement et au déploiement de cette expérience à une large échelle. En 1997, le 15e congrès du Parti communiste chinois a adopté et introduit la stratégie du « traitement différentiel » dans la réforme des EEC. La philosophie de cette stratégie était de « protéger le grand et d'agrandir le petit ». Les petites EEC ont été appelées à trouver leurs propres solutions sans l'aide du gouvernement central. La caractérisation de ce fait était la détention par le gouvernement, en 2001, de seulement 60% des firmes qu'il détenait en 1996².

Nous voyons donc bien que la première des réformes dans la transition chinoise, à savoir la réforme des entreprises d'Etat, était basée sur le gradualisme et la procédure par étapes. Ceci s'explique par le fait que les dirigeants chinois avaient conscience du poids de ces entreprises dans le paysage économique du pays et donc de la difficulté, voire de la sensibilité, de les réformer. Par la procédure par étapes, les responsables chinois ont su opérer une transition réussie et avec de moindres heurts, assurant même une amélioration de leur efficience en substituant les bureaucrates gouvernementaux par des gestionnaires indépendants.

2.2.2/ L'émergence du secteur privé :

La principale caractéristique d'une économie de marché est que les individus y détiennent les moyens de production et par conséquent un pouvoir de propriété, contrairement

¹ Le terme original est « Corporatization ».

² Béji S, 2009, Op Citée, p189.

à une économie planifiée où c'est l'Etat qui dispose de ce pouvoir. L'une des transformations majeures vécues par la Chine a été d'octroyer le droit à la propriété aux individus, et donc de favoriser l'émergence d'un secteur privé qui était faible, restreint et marginalisé avant 1978.

Ce nouveau secteur privé a été le fer de lance de la vaste période de croissance qu'a connue le pays tout au long des deux dernières décennies. Une première forme de privatisation était connue sous le nom de « *modèle de Wenzhou* ». La caractéristique de ce modèle est qu'il est basé sur l'accumulation du capital dans le cadre familial ou suivant l'affiliation géographique des petites entreprises. Vers la fin des années quatre-vingt, des lois spécifiques ont été promulguées concernant le partage du capital des entreprises. Ces lois ont permis à ces entreprises de définir des droits de propriété pour la première fois et de distinguer les parts privées des parts publiques, ce qui a amené à une privatisation de fait dans quelques secteurs d'activité. A partir de 1992, les entreprises avaient la possibilité de se convertir dans des structures à responsabilité limitée, en même temps que la « loi sur les entreprises » avait été soumise à consultation au sein du Congrès populaire national chinois à Pékin. L'application de cette loi n'a commencé qu'en 1994.

La protection des droits des investisseurs est de nature à créer des incitations à l'accumulation du capital et à promouvoir la croissance économique. Comme nous l'avons déjà mentionné, la « loi sur les entreprises » de 1994 a amélioré les droits de propriété en établissant la firme comme une entité qui détient ses propres actifs. Un autre pas a été franchi en 2000, suite à la privatisation et à la confirmation des droits de propriété privée. Il s'agissait d'une réforme entamée par les autorités provinciales visant à réduire les parts du public dans les entreprises à moins de 50% et à donner à la place, la priorité aux entrepreneurs privés pour détenir la majorité des parts dans les entreprises locales. Néanmoins, il faut noter que l'application de la « loi sur les entreprises » et l'appui aux entreprises privées diffèrent d'une région à une autre : la privatisation et la reconnaissance des droits de propriété sont les produits de décrets politiques locaux qui suivent la législation nationale.

Il faut retenir le gradualisme de cette marche vers l'instauration d'un mouvement de privatisation en Chine après la mise en place des réformes de 1978. Le processus a été mené par étapes. L'introduction des droits d'usage à la reconnaissance des individus comme propriétaires du capital d'une part, et des droits collectifs à l'établissement des firmes comme des entités propriétaires légales de leurs actifs d'autre part, témoigne de cette démarche. La vitesse de mise en place et d'application de ce processus était du ressort des autorités locales des Provinces chinoises.

2.2.3/ La réforme de la politique budgétaire :

A partir de 1979, le gouvernement central a mis en place une politique qui consiste à substituer la répartition du budget par l'Etat par une autre, qui se base sur le financement par prêts bancaires. En 1995, la nouvelle « loi du budget » a été appliquée. La nouveauté de cette loi est qu'elle interdit au gouvernement central d'emprunter auprès de la Banque centrale ; elle exige des gouvernements locaux qu'ils équilibrent leurs balances et restreint l'émission d'obligations ou l'emprunt auprès des marchés financiers. La loi de la Banque centrale de 1995 a réduit l'influence des gouvernements locaux sur la politique monétaire et les décisions d'allocation des crédits. En outre, la décentralisation a eu lieu en même temps que les dépenses budgétaires ont été réallouées du gouvernement central vers les gouvernements locaux.

En 1980, un système de taxation sur les profits a commencé à remplacer le versement direct de profits à l'Etat. Toutefois, les mesures visant la réforme du système de taxation se sont avérées abusives et compliquées à mettre en œuvre. C'est ce qui explique l'évasion fiscale et la baisse des revenus de taxation qui en a résulté, à cause, entre autres, d'une décentralisation régionale des mesures fiscales. En 1994, la Chine a introduit des réformes fiscales majeures, qui ont contribué à sceller une nette distinction entre les taxes nationales et les taxes locales. Ces réformes ont empêché les gouvernements locaux de réduire les taxes nationales comme ils le faisaient auparavant, ce qui a apporté une solution relative au problème de l'évasion fiscale.

2.2.4/ La restructuration financière :

Au cours des deux dernières décennies, la Chine était l'une des économies ayant connu une croissance des plus rapides. Lardy. R (1998)¹ considère que la croissance en Chine est largement attribuée à l'expansion du crédit, qui était orientée vers les EEC, ainsi qu'à un mouvement des travailleurs ruraux de l'agriculture à l'industrie rurale. L'expansion du crédit est, par ailleurs, due à une réforme du système financier chinois dans toutes ses composantes, à savoir le secteur bancaire et les marchés des capitaux. Mais ce qui a fait la spécificité des réformes de la Chine, c'est qu'elles ont été adaptées à la réalité et aux caractéristiques propres du pays, contrairement au cas de la Corée, qui a fini par se conformer aux recommandations des IFI.

¹ Idem, p191.

Comme nous l'avons analysé lors de la section précédente, ce qui formait au départ le point fort de l'expérience coréenne d'ouverture financière, c'est qu'elle s'est appuyée sur une réglementation prudentielle et une supervision stricte et efficace. Le laxisme et le relâchement brusque de cette même réglementation ont fini par précipiter la survenance de la crise. La Chine n'a pas emprunté le même modèle de réforme et a toujours privilégié une démarche prudente. Ainsi, l'ouverture des banques commerciales a été progressive et n'a commencé qu'à partir du milieu des années quatre-vingt. D'un autre côté, l'ouverture des bourses de valeurs mobilières de Shanghai et de Shenzhen, ainsi que l'ouverture de la Chine aux banques étrangères, n'ont commencé qu'à partir du début des années quatre-vingt-dix. Il en va de même pour l'autorisation de l'octroi des crédits immobiliers, à l'origine de crises financières, comme le démontre le contexte économico-financier dans lequel nous évoluons ces jours-ci. Ces autorisations n'ont été accordées aux banques qu'à partir de 1991. Les taux d'intérêt sont restés pour longtemps administrés et cette politique a épargné au pays les turbulences auxquelles ont été confrontées la Thaïlande, la Malaisie ou l'Indonésie (qui a enregistré une chute de 16% du PIB pour l'année 1991)¹. Le contrôle des taux d'intérêt, décrié par les libéraux et autres partisans de la libéralisation financière totale, a permis d'éviter les afflux massifs de capitaux de court terme à des fins spéculatives qu'ont connus les autres pays voisins.

2.2.4.1/ La réforme du secteur bancaire :

Si nous nous référons aux standards internationaux, les marchés des crédits en Chine sont relativement larges par rapport aux autres pays en développement, voire par rapport aux pays développés. A titre d'exemple, la part des actifs des banques commerciales chinoises par rapport au PIB est plus importante que celle des banques américaines. Par contre, la part des crédits octroyés au secteur privé par rapport au PIB est plus petite que dans la majorité des pays en développement ou développés. Nous pouvons expliquer ce ratio par la nature du système économique en Chine, qui fut un système communiste où les entreprises privées ne jouissaient pas de la même importance et ne jouaient pas le même rôle économique que dans les autres pays où l'économie de marché constitue la référence. La réforme bancaire en Chine n'a commencé qu'en 1994, lorsque le gouvernement central a décidé de séparer les banques d'Etat des banques commerciales et d'établir trois banques étatiques de prêts et quatre banques commerciales spécialisées². Les réformes bancaires comprenaient l'établissement

¹ Ibid, p192.

² Ce système était appelé le système des trois rangées, « Three-tier system ».

d'une banque centrale, la transformation des coopératives urbaines de crédit en banques commerciales (1996-1998), la permission donnée aux banques étrangères d'intervenir selon des modalités et des formules bien déterminées, l'autorisation d'établissement de banques commerciales non étatiques, la réduction de l'intervention de l'Etat dans le processus de distribution des crédits, la levée des contrôles sur les taux d'intérêt et le respect des normes comptables prudentielles internationales.

Bien que la mise en place de ces réformes fût perçue comme une petite « révolution » dans le paysage financier chinois, de sérieux problèmes et lacunes touchant le secteur bancaire chinois demeurent. Parmi ceux-ci, nous pouvons citer la large part des « mauvais » crédits (autrement dit les crédits risqués et présentant de faibles chances d'être remboursés, ce qui risque de fragiliser la situation des banques créancières), la poursuite de la politique de taux préférentiels aux entreprises d'Etat, le problème de la corruption et les abus de pouvoir des pourvoyeurs de crédits. Parmi tous ces problèmes, celui des prêts douteux des banques d'Etat demeure le plus épineux. Toutefois, l'entrée de la Chine dans l'OMC en 2001 a apporté son lot de changements pour le secteur bancaire. Ceci a induit la libéralisation des taux d'intérêt, la levée d'un grand nombre de restrictions sur la propriété des banques et l'attribution d'une plus grande liberté opérationnelle concernant leur gestion. Parmi ces réformes, nous dénotons celles qui représentent de véritables changements de culture et de mode de gestion, comme les mouvements de privatisation partielle avec ventes des parts de capital sur les marchés financiers et la concession de parts minoritaires à des propriétaires étrangers.

2.2.4.2/ La création des marchés de capitaux :

Au début des années 90, la Chine a été le premier pays en transition à se doter d'une bourse officielle avec l'ouverture de deux bourses nationales. La bourse de Shanghai et la bourse de Shenzhen ont vu officiellement le jour en Décembre 1990 et Juillet 1991 respectivement¹. L'établissement de ces deux bourses de valeurs mobilières a été initialement décidé dans un but de promotion de la réforme des entreprises d'Etat chinoises (EEC). Au début de l'année 1992, dix des multiples EEC ont eu l'autorisation de se restructurer sous forme d'entreprises à propriété partagée. En outre, en 1992, le gouvernement central a proposé des forces formelles de prise de décision, ainsi qu'une réorganisation des institutions régulatrices des marchés de capitaux. Néanmoins, parallèlement à ces mesures, les leaders

¹ Le rôle du système financier dans la réforme des entreprises, OCDE 2001, p94.

locaux ont retenu une influence significative sur le processus d'entrée en bourse et l'application de la régulation du marché secondaire. D'autant plus que la participation illégale des institutions financières dans ces marchés (les banques d'investissement et les compagnies d'assurance) a exacerbé la situation. En 2000, l'autorité réglementaire centrale a consolidé ses pouvoirs, ce qui a coïncidé avec une réduction de l'influence du gouvernement local, avec un regain de confiance des investisseurs publics, ainsi qu'avec une rapide expansion des marchés de capitaux.

Le marché des obligations des entreprises est resté sous-développé en Chine, relativement au marché des actions et au marché des obligations étatiques. La première émission d'obligations par les entreprises date de 1986, et pendant une longue période, ces émissions ont été de faible ampleur, de même que certains échanges d'obligations ont été explicitement prohibés. Néanmoins, le marché des obligations des firmes a commencé à se développer et à acquérir de l'importance en tant que source probante de financement, dès que de nouvelles lois régulant les émissions sur ce marché ont été mises en place.

Il existe plusieurs raisons expliquant le retard de développement de ce type de marché. Premièrement, le processus d'émission d'une obligation privée est extrêmement lent, lourd et difficile. En effet, trois différents organismes doivent veiller à la conformité de l'émission. Parmi ces organismes, il y a la « Commission de la planification du développement de l'Etat ». Deuxièmement, l'entreprise émettrice doit avoir des garanties et autres recommandations de la part du gouvernement local et du ministère du secteur dans lequel elle opère. Troisièmement, le taux d'intérêt servi sur les obligations privées ne doit pas excéder 40% du taux d'intérêt créditeur pour la même échéance. Ce sont ces restrictions contraignantes sur les émissions des nouvelles entreprises non financières, ainsi qu'une insuffisance de la supervision, une fragilité de la structure réglementaire, une diversification réduite des types d'investisseurs et une faible liquidité, qui ont empêché le marché des obligations privées de jouer un rôle important dans l'économie.

Ceci étant, un progrès conséquent a été observé récemment, avec une prise de conscience de la part du gouvernement chinois de l'importance du marché des obligations privées dans les marchés des capitaux. Précisément, le droit d'émettre des obligations privées a été étendu des grandes EEC aux entreprises locales ; les contrôles sur la gestion des fonds ont été assouplis et les taux d'intérêt servis sur les obligations sont de plus en plus déterminés par les forces du marché.

2.2.5/ Les réformes politiques :

Avec la fin de la Révolution culturelle en 1977, la Chine a connu une période de renouveau politique, en même temps que les réformes économiques et institutionnelles mentionnées plus haut. Deng Xiaoping a mis en place sa théorie du « socialisme avec la spécificité chinoise », qui consiste à réinterpréter les anciens principes politiques qui régissaient le pays (comme l'application du dogme du communisme, la fermeture et le rejet de tout ce qui est étranger, l'auto-exclusion...) et à lancer subtilement des ajustements concernant le régime politique. A cet égard, le Parti communiste chinois s'est montré spécialement ingénieux dans la mise en place des réformes économiques, tout en maintenant la stabilité politique et sociale escomptée. Il faut avouer aussi que cette stabilité n'a pas été assurée sans certaines entraves aux principes démocratiques et au respect des libertés publiques.

Les rudiments du système légal ont été réintroduits en 1979 et les membres de la profession légale ont été réhabilités. La Chine a adopté aussi une loi manifeste pour protéger les brevets étrangers en 1984, comme faisant partie de ses réformes économiques et légales.

En même temps, le Parti a continué de proclamer que « *la dictature du prolétariat* » était toujours en place, et elle a continué effectivement à dominer la vie politique. Les réformes économiques ont été accompagnées par une recrudescence des délits économiques, comme les détournements de fonds et la corruption, qui ont été ardemment combattus par le régime communiste en place. Le régime répressif a restreint les opinions émanant des opposants aux réformes entreprises, et les tensions étaient tangibles entre le Parti communiste et les défenseurs d'une pluralité politique. Le Parti a continué à interdire les organisations des opposants à son pouvoir, à l'exception de la « Conférence consultative politique » qui n'est autre qu'une assemblée de tous les partis politiques de Chine, afin de porter conseil au Parti communiste. Il est à remarquer que même si l'objectif de celle-ci est d'augmenter la représentativité des autres partis par rapport aux décisions politiques, sociales et économiques adoptées, le Parti communiste continuait à occuper la majeure partie des sièges de la conférence. Les réformes politiques et démocratiques ont été distancées par les réformes économiques. Ces dernières ont permis la diversification de l'économie chinoise et ont contribué à lui apporter un supplément de liberté. Ceci est susceptible d'apporter à son tour davantage d'ouverture et de démocratie dans les institutions politiques chinoises.

Nous remarquons, à l'issue de l'examen de l'ensemble des réformes qu'a connues la Chine dès 1979, que bien que présentant encore du retard dans la réforme de son système financier, en raison notamment d'une insuffisance des réformes politiques, la Chine a réussi à

réaliser une croissance économique sans précédent. Certes, le rôle des autres réformes économiques entreprises et déjà mentionnées (la réforme des entreprises étatiques, la réforme budgétaire...) ont joué un rôle important, mais les résultats enregistrés par la Chine infirment les affirmations théoriques selon lesquelles un cadre légal et un système financier peu développés ne permettent pas de réaliser la croissance et le développement économique. En effet, en recourant aux indicateurs usuels pour mesurer le degré de développement légal, Allen et *al.* (2002) ont trouvé que le système légal en Chine était peu développé par rapport aux pays ayant servi d'échantillon pour les travaux de R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny (LLSV) (1997, 1998, 2000)¹ et de R. Levine (1999)². La gouvernance d'entreprise, les normes comptables standards et les systèmes de protection des investisseurs étaient à des niveaux de sophistication bien en deçà de ceux des pays de l'échantillon, quoique ce dernier ne comprît pas que des pays développés². Même constat pour le système financier chinois (et le système bancaire en particulier), qui était moins développé que la plupart des autres pays. Ce constat nous amène à nous demander quelles sont les raisons qui ont assuré le développement de la Chine, malgré ses défaillances au niveau de facteurs aussi importants que le développement financier et légal. C'est ce que nous appelons « *le paradoxe chinois* », notion que nous analysons dans ce qui suit.

2.3/ Analyse des raisons du succès de l'expérience chinoise :

Le point commun entre les différentes réformes entreprises en Chine est le caractère séquentiel et graduel de leur mise en place, que ce soit dans le processus de privatisation, de modernisation de l'appareil financier et même dans les réformes politiques, puisque le gouvernement central chinois a fait expressément le choix de ne pas procéder par une thérapie de choc. C'est ce qui explique peut-être la réussite des réformes. Là où leur issue paraît contredire la théorie économique, c'est dans le non-accompagnement des changements entrepris, ni par une réforme politique et institutionnelle adéquate, ni par un développement financier répondant aux normes internationales en la matière. Les auteurs qui se sont intéressés à la question ont expliqué ce paradoxe par l'existence effective de canaux de financement informels importants, de même que des mécanismes de (bonne) gouvernance informels. Ces deux alternatives sont basées sur la notion de réputation et d'importance des relations, qui ont expliqué un tel progrès.

¹ L'échantillon comporte 49 pays d'Europe, d'Amérique du Nord et du Sud, d'Afrique, d'Asie, d'Australie. Seuls les pays socialistes et les économies en transition ne sont pas compris.

² Béji S, 2009, Op Citée, p196.

2.3.1/ Le gradualisme dans la dérégulation financière en Chine :

La dérégulation des comptes de capitaux en Chine a commencé par une politique d'attraction des IDE. Le processus correspond à une dérégulation des entrées et des sorties de capitaux. Le degré de libéralisation des flux de capitaux entrants est actuellement très élevé en Chine, sauf pour les entrées de capitaux correspondant à l'échange de valeurs mobilières.

2.3.1.1/ La levée des restrictions sur les IDE :

La Chine a commencé par éliminer toutes les restrictions sur les IDE dès les premiers stades de la libéralisation. Les non-résidents peuvent investir directement en Chine, du moment qu'est respectée la conformité avec les lois de l'établissement des entreprises communes ou à participation (joint venture laws) et d'autres lois ratifiées par le ministère du Commerce.

- **Période de 1979 à 1986 :** dans un premier temps la Chine a promulgué la « loi sur l'établissement des entreprises communes avec l'investissement chinois et étranger » et a commencé à encourager les IDE. Cette loi était la première depuis 1949 à permettre à des entités économiques étrangères l'établissement d'entreprises en Chine. En 1980, quatre zones économiques spéciales (Shenzen, Zhuhai, Shantou et Xiamen) ont été créées avec des privilèges spéciaux. Le succès de l'instauration de ces zones dans la réalisation des objectifs escomptés, à savoir attirer des investissements innovateurs et porteurs de nouvelles technologies, a incité le gouvernement central chinois à assurer une autonomie spéciale à quatorze autres villes côtières en 1984.
- **Période de 1986 à 1990 :** pendant cette seconde étape la Chine a promulgué la « loi de la République populaire de Chine (RPC) sur les entreprises à investissement étranger ». Ce fut la première loi permettant aux entreprises représentant exclusivement un investissement étranger d'agir sur tout le territoire chinois. De 1986 à 1990, une politique incitatrice à base d'exemptions fiscales sur les importations fut adoptée pour les entreprises représentant un investissement direct étranger. Ces encouragements ont aiguisé la concurrence entre les provinces, qui ont cherché à attirer les investisseurs, et a incité les villes non côtières du pays, qui ne bénéficiaient pas des avantages des autres villes, à assurer leur propre développement par le biais de privilèges fiscaux. En outre, les réglementations sur les devises étrangères concernant les entreprises à investissement étranger furent éliminées en 1986. Ces entreprises ont été aussi autorisées à échanger leurs avoirs en monnaie locale (le renminbi) contre une

monnaie étrangère, sans restrictions, dès lors qu'elles désiraient investir dans d'autres produits locaux destinés à l'exportation.

- **Période de 1990 à aujourd'hui :** lors de cette dernière phase les entreprises à investissement étranger ont été autorisées à acheter ou vendre des devises auprès des banques ou auprès des centres de compensation pour devises. En plus, ces entreprises présentant un investissement direct étranger bénéficiaient de régimes spéciaux par rapport aux entreprises domestiques, surtout en matière de quotas d'utilisation des devises et de dérégulations des comptes en devises. Ceci a simplifié les formalités d'achat et de vente de devises pour ces entreprises et a accéléré l'unification et la standardisation du marché des changes chinois.

2.3.1.2/ Le contrôle de l'afflux des capitaux sur les marchés financiers chinois :

La Chine n'a pas procédé à la libéralisation brutale de ses marchés financiers et monétaires. En effet, une large gamme de produits d'investissements est restée inaccessible aux investisseurs étrangers, et la portée des investissements et des échanges est demeurée très restreinte pour les institutions financières étrangères. Par contre, la Chine a ouvert ses marchés de capitaux aux investisseurs étrangers en utilisant deux canaux : les actions B et la cotation de titres sur les marchés étrangers. Le marché des titres B a été ouvert aussi aux investisseurs domestiques, indiquant qu'il n'est pas seulement destiné à attirer les capitaux étrangers, mais aussi à attirer les investissements en devises à l'intérieur de l'économie¹. Pour les cotations de titres sur les marchés étrangers, la Chine a créé les actions H, qui revêtent la forme d'un certificat de dépôt, comme les certificats de dépôts américains, des obligations convertibles ainsi qu'un ensemble d'autres cotations. En comparaison avec les cotations à l'étranger, le marché des titres B est très restreint, et l'échange y est limité. Actuellement, la cotation de titres chinois sur les marchés internationaux (les titres H) est devenue une importante opportunité de réforme pour les entreprises étatiques chinoises, ainsi qu'une forme de dérégulation du compte de capital. Parallèlement aux marchés des actions, le marché obligataire chinois est fermé aux non résidents, qui ne sont pas autorisés à détenir et à échanger des obligations domestiques, ni d'autres titres libellés en renminbi dont le taux d'intérêt est fixe.

¹ Les titres B sont des titres destinés aux investisseurs étrangers intéressés par les marchés de capitaux chinois. Ils sont libellés en monnaie étrangère et échangeables sur le marché des titres B, de taille très réduite ; contrairement aux titres A, qui sont libellés en renminbi et ne sont pas accessibles aux investisseurs étrangers

2.3.1.3/ Le contrôle de la taille et de l'échéance des prêts étrangers :

La Chine a adopté un plan uniforme pour les prêts étrangers et a instauré un système strict de gestion centrale visant un contrôle de la taille ainsi qu'une limitation des prêts de court terme étrangers. Pour ce faire, le gouvernement central a édicté un certain nombre de mesures :

- Tout d'abord, tous les prêts étrangers de long et de moyen terme doivent être soumis à un plan national d'usage des capitaux étrangers, et chaque prêt doit être strictement examiné et approuvé. En outre, tout prêt de court terme doit être géré en proportion des actifs et passifs en devises étrangères existant dans l'économie, de sorte qu'ils n'entrent pas d'une façon excessive ou abusive.
- Ensuite, seulement quelques banques et d'autres institutions financières non bancaires désignées ont la possibilité d'émettre des obligations de long et moyen terme sur les marchés financiers étrangers.
- Enfin, le gouvernement chinois a mis en place, en 1996, un système de report des paiements internationaux, qui fournit une méthode statistique crédible de vérification des entrées et sorties des prêts étrangers, même ceux de court terme.

La Chine a instauré une loi dont le but est de gérer les prêts étrangers. Il s'agit de la «loi de la RPC sur la gestion des changes ». Cette loi de 1997 stipule que les prêts commerciaux internationaux doivent être remboursés et que les autres crédits étrangers, assurances contractées à l'étranger et émissions d'obligations sur les marchés internationaux doivent être examinés et approuvés par l'Administration centrale des changes (The State Administration of Foreign Exchange SAFE). En outre, les prêts étrangers doivent être gérés par des secteurs désignés et toute infraction à la gestion établie des prêts étrangers provoquerait une responsabilité légale. Dans le but d'imposer des restrictions sur les prêts étrangers, la Chine a adopté un indice de prêts étrangers coïncidant avec ses objectifs nationaux (qui étaient déjà en dessous de ceux des standards internationaux). Le taux de remboursement des prêts contractés était de 7,3% en 1997, largement inférieur aux 20% exigés par les normes internationales. De 1986 à 1997, le pourcentage des prêts étrangers de court terme était inférieur à 23% au total, avec seulement 9% en 2000.

2.3.1.4/ Le démantèlement progressif des restrictions sur les changes :

Après la réalisation de la convertibilité du compte courant, l'ambition de la Chine s'est portée sur la réalisation de la convertibilité du compte capital. Le marché des changes chinois inclut un marché de détail et un marché de gros. Le premier est destiné aux banques et aux

entreprises, alors que le deuxième est assigné aux banques qui sont autorisées à faire l'échange de devises. Les offres et demandes de devises sur les deux marchés sont restreintes par une série de lois et règlements se rapportant aux ventes et achats de devises. Sous les lois et règlements courants, un participant au marché des changes en détail est la banque désignée pour effectuer les transactions en devises. Les firmes domestiques sont également autorisées à intervenir, ainsi que les entreprises présentant un investissement étranger, l'Etat ou les individus. Bien que le cadre des participants se soit élargi avec la levée progressive des restrictions sur le système financier chinois, d'autres types de restrictions demeurent encore. Par exemple, seules quelques grandes entreprises présentant un volume d'échange de 30 millions d'euros et un capital en renminbi de 10 millions sont autorisées à détenir indéfiniment des revenus en devises.

Etant un marché interbancaire de changes, le Centre des échanges de devises de la Chine, situé à Shanghai, met en relation trente-sept villes à travers le pays. Toutes les banques autorisées à faire des échanges en devises, ainsi que toutes les institutions financières non bancaires et les banques étrangères, peuvent demander à être membres du SAFE. Les membres courants sont les banques commerciales étatiques, les banques étrangères et les institutions financières non bancaires. La Banque centrale et le gouvernement chinois sont des membres spéciaux. En équilibrant la gestion des banques autorisées, le gouvernement chinois doit vendre leurs devises, lorsque leur cash turnover dépasse les limitations. Ainsi, les prix sur les marchés des changes ne reflètent pas la réalité des offres et demandes. En fait, le gouvernement chinois accrédite le SAFE pour la mise en place de restrictions dans les fluctuations du renminbi. Sur le marché bancaire, le gouvernement publie un taux *benchmark*, et le SAFE émet diverses restrictions sur les différents taux de change. Par exemple, la limitation de la fluctuation du renminbi par rapport au dollar est de $\pm 0,15\%$. La limitation de la fluctuation par rapport au dollar de Hong Kong ou au yen japonais est de $\pm 0,10\%$. Sur le marché du détail, les taux de change sont fixés par les banques autorisées, tout en maintenant un certain degré de restrictions.

2.3.2/ Le paradoxe chinois :

La Chine représente un parfait contre-exemple des dernières affirmations théoriques sur le lien entre le rôle du cadre réglementaire, la finance et la croissance économique. En effet, ni le système judiciaire et légal chinois, ni son système financier ne sont des systèmes développés. Mais ceci ne l'a pas empêchée d'être l'une des économies qui a enregistré les taux de croissance les plus élevés ces derniers temps parmi les pays en développement. C'est

cette contradiction, appelée « *le paradoxe chinois* », que nous essayons d'expliquer dans ce qui suit. F. Allen et *al.* (2004) ont mené une étude sur la Chine afin de tenter de comprendre les raisons qui ont fait qu'elle figure parmi les pays émergents ayant connu une croissance rapide. Pour ce faire, ils ont suivi une intuition selon laquelle la croissance spectaculaire de la Chine provient plutôt du secteur informel que du secteur formel. En effet, ils ont comparé la croissance du secteur formel, composé par les entreprises d'Etat et les entreprises publiques, avec la croissance du secteur informel, composé par toutes les autres firmes (individuelles, familiales...) ; ils ont trouvé que celles du secteur informel croissent plus rapidement que celles du secteur formel, et sont plus contributrices au développement qu'a connu la Chine ces dernières années. A titre d'exemple, la production totale en 1999 du secteur informel s'est élevée à 1,2 milliard de dollars, alors qu'elle n'était que de 400 millions de dollars pour le secteur formel. Les auteurs notent aussi que les sources de financement de ce genre d'entreprises sont aussi de nature informelle, de même que leur système de gouvernance.

2.3.2.1/ Les sources de financement informelles :

Les entreprises du secteur informel comptent toujours sur le rôle des relations (basées sur la réputation) pour se financer pendant leurs premiers stades de développement. Par exemple, elles lèvent des fonds auprès d'autres entrepreneurs, de leurs partenaires commerciaux, de leurs familles voire dans certains cas de leurs amis. D'autres firmes empruntent aux agences de crédit privées. Ces prêteurs recourent à des taux d'intérêt très élevés et/ou exigent des garanties importantes sur les emprunts. Ces agences peuvent pousser les entreprises débitrices à la liquidation en cas de défaut de paiement. Ces contrats de prêts ressemblent à des junk bonds¹ à certains égards. Ils n'impliquent pas de contrats formels écrits, mais sont souvent associés à des décisions de liquidation effectives. Même après les difficiles premiers stades de développement, les entreprises informelles ne reçoivent pas de financement de la part des grandes banques ou des banques étatiques. A la place, les firmes de ce secteur forment graduellement des sortes de coalitions parmi les producteurs ou les détaillants, et financent alternativement leur croissance ou empruntent aux autres firmes qui ont pu dégager un surplus de capital. D'autres formes de financements informels existent et ressemblent à des crédits commerciaux, dans le sens où il y a des comptes croisés de crédit et de débit entre les partenaires commerciaux. Ce qui les différencie des crédits commerciaux

¹ Ce sont des obligations très risquées, qui compensent un défaut de paiement au-dessus de la moyenne des autres obligations, par des taux d'intérêt élevés.

proprement dits, c'est que parfois, il n'existe pas de contrats écrits entre les protagonistes, et que les dates d'échéance ainsi que les conditions de remboursement sont souvent renégociées.

2.3.2.2/ Une structure institutionnelle informelle :

F. Allen et *al.* (2004) ont choisi les régions de Wenzhou et de Kunshan comme exemples de régions qui ont connu un essor remarquable, dont la large part était imputable aux entreprises du secteur informel. Ainsi, pour la province de Kunshan par exemple, entre 1997 et 2001, la région a connu un afflux d'IDE de 200 millions de dollars en provenance de 20 pays et régions, en particulier de Taïwan. Ce qui est remarquable dans ce succès, c'est que malgré la faiblesse voire parfois l'absence de droits de propriété et le fort risque politique potentiel, les investisseurs n'ont pas réduit leur financement à l'adresse de ces entreprises et ont continué leur approvisionnement quand cela s'avérait essentiel. Le fait que la plupart des investisseurs soient de Taïwan peut représenter un élément de réponse. En effet, plusieurs familles domiciliées à Kunshan ont des proches qui vivent à Taïwan, et à travers elles, les investisseurs taïwanais s'informent quant aux opportunités d'investissement de cette région. Les investisseurs taïwanais ont donc compris que même s'il n'y a pas formellement et officiellement des lois qui protègent explicitement les investisseurs, les responsables locaux de la province de Kunshan ont intérêt à assurer l'essor économique de la région en attirant les IDE. Ceci est susceptible d'asseoir la promotion et le renforcement de la position de ces responsables politiques.

Un autre phénomène spécifique à l'environnement institutionnel chinois est que les investisseurs (soit les investisseurs taïwanais si nous continuons à considérer l'exemple de Kunshan) ne résident pas dans le pays. Cela signifie que « virtuellement », il n'y a pas de surveillance des entrepreneurs de la part des investisseurs, et qu'ainsi, il existe une totale séparation entre la propriété et le contrôle. Par contre, ce qui rend ce système viable, c'est la présence d'un objectif commun entre les entrepreneurs et les investisseurs, à savoir la génération de profits et la réussite du projet d'investissement. Sous cet objectif commun et dans un horizon de long terme, les arrangements contractuels implicites ainsi que la réputation peuvent jouer le rôle de mécanismes incitant les différents protagonistes du projet d'investissement à s'impliquer dans la poursuite de leurs tâches respectives. Dans la mesure où les firmes, dans leurs premiers stades de développement, doivent évoluer dans un environnement incertain, sont confrontées à des risques excessifs ainsi qu'à une concurrence accrue de la part des autres firmes dans le secteur, une démarche qui consiste à tolérer une certaine discrétion, au lieu de les limiter dans leurs marges de manœuvre par un contrôle

restreint, s'est avérée une bonne stratégie pour innover et trouver de nouvelles opportunités d'investissement. Les retombées et conséquences positives de ce genre de stratégie sont susceptibles de profiter également aux responsables politiques et autres gouvernants, qui seront amenés à assouplir leurs politiques dans l'objectif de ne pas empêcher ou perturber l'essor des firmes opérant dans leurs régions.

2.3.2.3/ Les fondements des structures informelles de gouvernance d'entreprise et de financement en Chine :

Nous venons d'énumérer les raisons qui expliquent que les firmes du secteur informel parviennent à une croissance plus rapide et à une production plus importante que celles du secteur formel.

- Premièrement, ces firmes se financent auprès de sources informelles, même si certaines d'entre elles ressemblent aux canaux classiques et traditionnels de financement (comme les crédits commerciaux...).
- Deuxièmement, les mécanismes de gouvernance informelle sont basés sur des arrangements contractuels implicites, l'importance de la réputation et une concurrence sur les marchés qui obligent les entreprises présentes à innover pour différencier leurs produits.
- Finalement, le partage implicite et indirect du profit avec les responsables politiques incite ces derniers à la coopération et à la mise en place de politiques financières et de taxation favorables afin de stimuler la croissance du secteur informel.

Pour comprendre le fonctionnement et la pérennité des sources de financement et les mécanismes de gouvernance informels pour le cas chinois, nous nous référons aux travaux de A. Greif (1993)¹. Il stipule qu'au XIe siècle, certaines organisations commerciales créées entre les commerçants du Maghreb arabe et ceux de Gênes étaient capables de venir à bout des problèmes d'asymétrie d'information, de la faiblesse de la structure légale et du non-respect des mécanismes d'application des lois et des contrats, par le développement d'autres institutions parallèles basées sur la réputation, les coalitions et l'établissement de contrats implicites. Certains aspects de ces modèles de croissance ressemblent à celui qui existe d'aujourd'hui en Chine. En outre, A. Greif (1994) et R. Stulz et R. Williamson (2002) soulignent l'importance des croyances culturelles et religieuses dans le développement des

¹ Béji B, 2009, Op Citée, p203.

institutions, les origines du droit et la protection des investisseurs. Ces facteurs semblent représenter une certaine pertinence pour le cas de la Chine. En effet, comme elle est dépourvue d'une seule religion dominante, F. Allen et *al.* (2004) considèrent que la force la plus importante dans la formation des valeurs sociales et des institutions en Chine est l'ensemble des croyances développées et formalisées par Kong Zi. Cet ensemble de croyances définit clairement les ordres sociaux et familiaux, qui sont très différents des croyances occidentales par rapport au mode de formulation des codes légaux.

Certains mécanismes alternatifs de gouvernance d'entreprise ont également bien fonctionné dans les pays développés et en développement. F. Allen et D. Gale (2000) ont montré que si la coopération entre différents offreurs d'un entrant est nécessaire et que tous les offreurs bénéficient des bonnes performances de la firme qui demande cet *input*, alors un bon équilibre serait envisageable sans obligation d'avoir recours à une gouvernance externe. F. Allen et D. Gale (2000) considèrent que la concurrence entre les firmes peut être plus incitative que le système anglo-saxon basé sur la menace d'une OPA, ou les systèmes japonais, français et allemand qui sont basés sur la surveillance. Ils soulignent le succès et la croissance enregistrée par les organisations à but non lucratif dans ces pays comme exemple de l'efficacité des systèmes alternatifs de gouvernance d'entreprise.

L'étude de l'exemple chinois d'ouverture financière représente une expérience originale dans le sens où c'est un pays qui a choisi d'opérer une transition d'une économie planifiée, centralisée de type communiste à une économie de marché, sans pour autant laisser le marché agir librement, sans régulation et sans contrepoids.

Conclusion du chapitre III :

Les trois points communs entre les expériences de ces deux pays asiatiques résident dans le rôle qu'a joué l'Etat dans la conduite des réformes financières, la poursuite de la politique de contrôle des capitaux et l'adoption d'une démarche graduelle et progressive de la libéralisation financière. Par contre, la principale différence entre les deux expériences est que la Corée a brutalement libéralisé son système financier au début des années quatre-vingt-dix et a été finalement rattrapée par la crise en 1998, alors que la Chine n'a pas connue la crise.

L'appui de l'Etat a continué à jouer un rôle vital, même (et surtout) dans un contexte de déréglementation habituellement accompagné par son désengagement. Cet accroc par rapport à la politique de libéralisation financière classique représentait à l'époque une « résistance »

par rapport à l'idéologie du consensus de Washington, responsable de la conception de la globalisation financière dans sa forme actuelle, qui excluait toute interventionnisme étatique sous prétexte qu'il ne peut être que nuisible au développement économique. De plus, ce qui nous a amené à étudier les expériences de ces deux économies, c'est que chaque pays a axé sa réforme sur une politique de gradualisme et de sequencing.

Toutefois, la philosophie de ces deux choix de politique économique est la même, à savoir le refus d'une politique radicale de libéralisation financière jugée déstabilisatrice et non adéquate aux spécificités des pays auxquels elle est destinée. La première forme était incarnée par la Corée qui, tout en poursuivant un processus de déréglementation financière, a mis l'accent sur la réglementation prudentielle et la supervision bancaire comme garde-fou à un éventuel dérapage de la finance mondialisée. Le laxisme et le relâchement de cette même réglementation ont débouché sur la crise qu'a connue le pays.

La deuxième expérience étudiée s'apparente à la première, dans le sens où la Chine a choisi de confier à l'Etat la conduite des réformes économiques et financières. Le gouvernement chinois a donc adopté une politique de contrôle des capitaux, afin de bénéficier de ses avantages pour un pays émergent.

Mais la spécificité de l'expérience chinoise se situe ailleurs, dans ce que la théorie économique et les spécialistes appellent le « *paradoxe chinois* ». L'importance du cadre institutionnel « *informel* » a donné raison aux affirmations de l'école néo structuraliste. En effet, comme il a été présenté au premier chapitre de la partie 1, les théoriciens de l'école néo structuraliste reprochaient à la théorie de la libéralisation à la R. McKinnon (1981) de négliger le rôle du secteur informel et son importance dans le processus de développement des pays émergents.

Conclusion générale

Conclusion générale :

L'objectif central que nous nous sommes fixé était d'analyser le phénomène de libéralisation financière et de déterminer son impact sur les pays émergents.

Au terme de notre travail de recherche nous pouvons tirer les conclusions suivantes :

Premièrement, la libéralisation financière tend à accroître la probabilité des crises financières dans les pays émergents :

En effet, les crises financières se définissent comme des épisodes d'hémorragies soudaines de capitaux. Elles s'accompagnent généralement par une dévaluation massive de la monnaie locale et d'une implosion du système bancaire¹. Les racines des crises financières remontent assez souvent aux premières années où les pays entreprennent la libéralisation financière externe. Les crises, dans ces cas, sont provoquées par le relâchement des restrictions qui empêchaient auparavant les institutions financières de prêter au taux du marché et d'emprunter à l'étranger. En outre, la genèse de la majorité des crises financières connues se trouve toujours dans les périodes d'euphorie générale qui précèdent les crashes. Durant les premières phases du processus d'ouverture, les performances économiques des pays émergents sont toujours solides : disponibilité des fonds prêtables, taux élevé de croissance, inflation maîtrisée, etc. Sauf que ces phases d'euphorie cachent toujours des dysfonctionnements compromettants, comme l'existence d'importants déficits budgétaires. Mais c'est la mauvaise gestion de l'ouverture financière qui fait suite à la phase de l'euphorie générale, qui représente la cause principale de la survenance des crises financières.

Le processus de libéralisation financière externe conduit le plus souvent à des prises de risques excessives de la part des banques, pour compenser la perte de pouvoir du marché résultant de l'entrée de nouvelles banques. De plus, avec la levée des restrictions qui prévalaient, les banques sont davantage encouragées à octroyer des crédits, même en présence d'un filet de sécurité gouvernemental. Puisque le marché ne peut pas « sanctionner » les banques, en cas de prise de risques excessifs de leur part, ces dernières continuent à distribuer des crédits sans se soucier de la qualité des emprunteurs qui les sollicitent². Non seulement les banques se sont mises à distribuer les crédits d'une façon aléatoire et peu étudiée, mais elles ont aussi octroyé des crédits à des entreprises opérant dans des secteurs peu connus par les

¹ Rey. H, « Qu'est ce que la globalisation », Université de tous les savoirs, sous la direction de Michaud. Y, Editions Odile Jacob, Paris, 2004, p10.

² Pour le cas des crises du sud-est asiatique, les banques ont augmenté leur distribution de crédits à raison de 15 jusqu'à 30% par an, contribuant à la création d'une bulle financière.

banquiers. Ceux-ci n'avaient pas l'expérience de gérer les nouveaux risques survenus après l'ouverture financière, ni d'affronter le boom du crédit (dont ils étaient les responsables) qui a eu lieu après la libéralisation financière.

Cependant, il est important de signaler que ce n'est pas seulement le manque d'expérience des banquiers qui peut être la source de la crise ; l'existence du filet de sécurité gouvernemental peut créer aussi un problème d'aléa moral et incite les banques à prendre des risques excessifs, alimentant ainsi la bulle financière. C'est ce qui explique la survenance de crises financières dans des pays où les secteurs bancaires sont développés, tels les Etats-Unis et le Japon durant les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix.

Le relâchement de la supervision et du contrôle bancaire couplé au manque d'expérience des banquiers à gérer le boom du crédit, en plus de l'aléa de moralité dû à l'existence du filet de sécurité gouvernemental, font que la proportion des créances douteuses augmente dans le bilan des banques, du fait de l'incapacité et du laxisme des banquiers à contrôler les emprunteurs et à vérifier leurs aptitudes de remboursement. Cette détérioration de la qualité des actifs bancaires, relativement à leurs passifs, rend plus difficile leurs possibilités de refinancement. Disposant de moins de capitaux, les banques deviennent plus «frileuses» quant à l'octroi des crédits, d'où le phénomène d'assèchement du crédit, ou «credit crunch ». La bulle financière commence donc son implosion.

En outre, la sensibilité du rôle des banques tient à leur possibilité de collecter les informations sur les entreprises. Le savoir-faire et le capital-connaissance, acquis dans les relations qu'elles entretiennent avec leurs clients, font que les banques sont primordiales dans le processus de financement de l'économie. L'éclatement de la bulle financière et l'assèchement du crédit qui s'ensuit impliquent que le système financier ne dispose plus d'institutions capables de traiter les problèmes d'aléa moral et de sélection adverse. Suite à la raréfaction des fonds prêtables, les entreprises ne peuvent plus financer leurs projets d'investissement, et il en résulte donc une contraction de l'activité économique en général.

Deuxièmement, la libéralisation financière entreprise dans les pays émergents provoque le phénomène de contagion bancaire :

En fait, la détérioration de la qualité des actifs bancaires, si elle est importante et si elle persiste, peut causer une situation de panique bancaire et la mise en difficulté, voire la faillite de plusieurs banques à la fois. Lorsqu'une banque se trouve en situation de faillite, elle peut provoquer de pareilles situations pour d'autres banques, même si elles sont saines à la base.

En effet, quand une banque se trouve en difficulté et n'arrive plus à rembourser les fonds de refinancement empruntés par les autres banques sur le marché interbancaire, elle transmettra à travers ce canal ses difficultés à la banque créditrice. Celle-ci ne retrouvera plus les fonds nécessaires à son activité de crédit, ce qui la mettra à son tour en difficulté, même si elle n'est pas la première responsable de la formation ni de l'éclatement de la bulle financière. C'est ce qui s'appelle la contagion bancaire par l'effet domino ou aussi le risque systémique : la faillite et la chute d'une seule banque atteignent tout le système. Par ailleurs, la faillite d'un ensemble de banques sur une courte période de temps signifie qu'il y a un déficit de collecte d'informations ainsi qu'un déficit de l'intermédiation financière de tout le système bancaire. La conséquence ultime de la panique bancaire et de son corollaire, la contagion bancaire, est une aggravation des problèmes de l'asymétrie de l'information, une contraction de l'activité de prêt pour le financement des projets d'investissement et donc une contraction de l'activité économique d'une façon générale.

La solution pour prévenir la formation de la bulle financière et éviter ses conséquences néfastes, réside dans la régulation prudentielle et la supervision du système bancaire pour empêcher les prises de risques excessives par les banques. Néanmoins, l'ouverture financière est toujours adoptée avec des systèmes de réglementation prudentielle et de supervision bancaire inadaptés aux exigences de la libéralisation financière. A titre illustratif, les pays du Sud-Est asiatique n'ayant pas été atteints aussi sévèrement par les conséquences de la crise étaient le Singapour, Hong Kong et Taïwan, qui avaient de solides systèmes de réglementation prudentielle.

Troisièmement, l'ouverture financière facilite l'évasion fiscale et le blanchiment d'argent :

Le développement des moyens de télécommunications et d'Internet permet aux particuliers de réaliser des transactions financières électroniques et rend les mouvements de capitaux rapides, denses et continuels. H. Rey (2004) considère que cette forme de développement financier facilité par le progrès technique contribue à l'évasion fiscale et au blanchiment de l'argent en tenant secret certains virements et transactions effectués sur les places financières. La mondialisation financière peut se traduire aussi par la multiplication de sociétés écrans et de montages financiers douteux¹.

¹ Rey H, 2004, Op Citée, p11.

Certaines études empiriques s'intéressant à la relation entre l'ouverture financière et la croissance trouvent qu'il pourrait y avoir des effets de seuil (A. Abiad et *al.* 2007 ; M. A Kose et *al.* 2006 ; H. Ito 2006 ; M. Chinn et H. Ito 2002)¹. Autrement dit, la libéralisation des mouvements de capitaux semble avoir des effets positifs sur l'économie uniquement après un certain niveau de développement. Dans ce sens, le développement institutionnel et le cadre législatif semblent primordiaux. Une réglementation bancaire appropriée pour le contrôle des prises de risque et des institutions politiques peu corrompues sont aussi des éléments essentiels pour pouvoir bénéficier des bienfaits de la libéralisation financière.

Devant les dégâts de la libéralisation financière, une remise en cause s'impose. L'objectif n'est pas d'interrompre le processus d'ouverture financière : ce n'est ni possible, ni souhaitable. Ainsi, pour pouvoir bénéficier le plus des avantages que présente la libéralisation financière, les pays émergents doivent bien préparer leurs systèmes financiers et ceci en commençant par la libéralisation de leurs secteurs financiers internes pour passer ensuite à la libéralisation externe. De même, la libéralisation doit être graduelle dans le temps et établie dans un cadre institutionnel adéquat. Particulièrement, un secteur bancaire efficacement encadré quant au respect des règles prudentielles constitue une solide passerelle entre libéralisation financière et croissance économique.

Il serait intéressant d'approfondir ce travail en mettant l'accent sur d'autres secteurs de la libéralisation financière (comme l'ouverture commerciale et la libéralisation économique) et en accordant plus d'importance au phénomène de propagation des crises financières à savoir la contagion. Cette étude peut être, aussi, étendue pour étudier et analyser les causes de déclenchement de la crise financière récente qui est la crise des subprimes.

¹ Béji S, 2009, Op Citée, p68.

Bibliographie

Bibliographie :

Ouvrages :

- Allegret J-P, « Les régimes de change dans les marchés émergents », quelles perspectives pour le XXI^e siècle ?, Edition Vuibert, Février 2005.
- Allegret J-P., Courbis B, « Monnaie, Finance et Mondialisation », Edition Vuibert, Juin 2005.
- Allegret J-P, Le Merrer P, « Economie de la mondialisation », Edition De Boeck, 2007.
- Allegret J-P, « Monnaie, Finance et Mondialisation », Edition Vuibert, Février 2008.
- Artus P, « La résolution des crises dans les pays émergents », Economica, 2006.
- Beitone A, Dollo C, Guidoni J.P, Legardez A, « Dictionnaire des sciences économiques », Armand Collin, Paris 1991.
- Bessis J, « Gestion des risques et gestion Actif-Passif des banques », Edition Dalloz, 1995.
- Bergsten, Davanne et Jacquet, « Architecture financière internationale », conseil d'analyse économique, La Documentation Française, Paris, 1999.
- Bourguinat H, « Finance internationale », Edition Presses Universitaires de France, 1992.
- Coussy J, « Les trajectoires de l'émergence : un essai de typologie », dans Christophe Jaffrelot : « L'enjeu mondial : les pays émergents », Presses de la fondation nationale des Sciences politiques, 2008.
- De Coussergues S, « Gestion de la banque », Edition DUNOD, Paris, 1996.
- De Coussergues S, « Gestion de la banque », Edition DUNOD, Paris, 2005.
- Durousset M, « La mondialisation de l'économie », Edition Ellipses, 2005.
- Fernandez-Arias Eduardo et Hausmann Ricardo, « Quelles sont les déficiences des marchés internationaux de capitaux ? », dans Hausmann Ricardo et Hiemenz Ulrich : « Mondialisation financière, le point de vue de l'Amérique latine », OCDE, 2000.
- Grimbert D, Mordacq P, Tchameni E, « Les marchés émergents », Edition Economica, 1995
- Nguyen D.K, « Libéralisation financière et marchés émergents », Edition l'Harmattan, 2008.
- Lorot P, « Dictionnaire de la mondialisation », Edition Ellipses, 2001.

- Michalet C.A, « La séduction des nations », Edition Economica, Paris 2000.
- Plihon D, Couppey-Soubeyran J et Saidane D, « Les banques acteurs de la globalisation financière », La Documentation Française, Paris, 2006.
- Reich R, « L'économie mondialisée », Edition Dunod, 1993.
- Renversez F, « Eléments d'analyse monétaire », 10è Edition Dalloz, 1991.
- Rey. H, « Qu'est ce que la globalisation », Université de tous les savoirs, sous la direction de Michaud. Y, Editions Odile Jacob, Paris, 2004.
- Rodrik D, « Nations et mondialisation : les stratégies nationales de développement dans un monde globalisé », Edition la découverte, Paris 2008.
- Ruttiens A, « Manuel des produits dérivés », Editions Eska, 2000.
- Sgard, « Qu'est-ce qu'un pays émergent » dans Christophe Jaffrelot : « L'enjeu mondial : les pays émergents », Presses de la fondation nationale des Sciences politiques, 2008.
- Simon Y., Mannai S, « Techniques financières internationales », Economica, 2002

Reuves :

- Aghevli B.B, « La crise asiatique : Causes et remèdes », Revue Finance et Développement, Juin 1999, pp.28-31.
- Allegret J.P et Sandretto R, « La nouvelle architecture du système monétaire international : revenir à l'esprit des lois de Bretton Woods », l'Actualité Economique, Revue d'analyse économique, vol. 76, n° 3/Septembre 2000, pp.437-456.
- Allegret J.P, « Quel rôle pour les contrôles des mouvements internationaux de capitaux dans la nouvelle architecture du système financier international ? », Economie Internationale, la Revue du CEPII n°81/1^{er} trimestre 2000, pp.77-108.
- Allegret J-P, Courbis B, Dulbecco P, « Intermédiation et stabilité financière dans les économies émergentes », Revue Française d'Economie, N°4, Volume 17, 2003, pp.213-242.
- Balmaseda M., Nieto E, « Les économies émergentes dans un monde interdépendant : le cas de l'Amérique Latine », Revue d'Economie Financière n°95, Novembre 2009, pp.71-102.
- Ben Gamra S & Plihon D, « Politiques de libéralisation financière et crises bancaires » ; Revue Économie Internationale n°112/ 2007, pp.5-28.

- Blundell-Wignall A., Browne F. et Manasse F. : « La politique monétaire dans le contexte de la libéralisation financière », Revue Economique de l'OCDE, n°15, automne 1990, pp.163-199.
- Cœuré B, Santiso J, « Les marchés émergents : des marchés d'avenir », Revue d'Economie Financière, n°95, Novembre 2009, pp.9-20.
- Geoffron. P et Plihon. D, « La corrosion financière des modèles industriels asiatiques», Revue d'Economie Industrielle, N°86, 4^e trimestre1998, pp.107-128.
- Hermosillo G, « Crises bancaires : se doter d'indicateurs d'alerte avancées », Revue Finances et Développement, Juin 1999, pp.36-39.
- Home V, Revue d'Economie Financière, été 1991.
- Hugon P, « Dix ans de politique de développement économique : échec ou réussite ? », Revue Internationale Stratégique, pp.111-120.
- Knight M. : « Les pays en développement ou en transition devant la libéralisation financière », Revue Finance et développement, Juin 1999, pp.32-35.
- Kose et Prasard, « La libéralisation du compte de capital », Revue Finance et Développement, Septembre 2004, pp.50-51.
- Lebastard D, Mongrué P, « Marchés émergents », Revue Economique N° 60, 18 Novembre 2004, pp.1-4.
- López-Mejía A, « Flux massifs de capitaux Leurs causes, leurs conséquences et la manière de les gérer», Revue Finances et Développement, Septembre 1999, pp.28-31.
- Mouley, « Intégration financière et crédibilité des régimes de change dans les économies émergentes : quelques enseignements récents », Revue Tunisienne d'Economie N°9, 1998, pp.157-192.
- Perrault J.F : « Les flux de capitaux privés vers les économies émergentes », Revue de la banque du Canada, 2002, pp.37-48.
- Plihon et Miotti, « Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires », Revue Economie Internationale, n° 85/1er trimestre 2001, pp.3-36.
- Revue mensuelle des marchés émergents, Avril 2010.
- Rogoff K.S, « Contrôle des flux de capitaux : Faut-il garder l'esprit ouvert à cet égard ? », Revue Finance et Développement, Décembre 2002, pp.55-56.
- Sa S, « Flux de capitaux et dynamisme du crédit dans les pays émergents », Revue de la stabilité financière, N°9, Décembre 2006, pp.51-69.

- Suchanek L. et Vasishtha G, « L'évolution des flux de capitaux vers les économies de marché émergentes », Revue de la Banque du Canada, Hiver 2009-2010, pp.17-31.
- Venet B, « Libéralisation financière et développement économique : une revue critique de la littérature », Revue d'Economie Financière, n°29/1994, pp.87-111.

Mémoires et thèses :

- Béji S, « Le développement financier pour les pays du sud de la méditerranée à l'épreuve de la mondialisation financière », Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université Paris XIII, décembre 2009.
- Ben Salha O, « Libéralisation financière, crises bancaires et croissance économique : une investigation empirique en données de panel », Mémoire Master en Economie et Finance Internationale, Université de Tunis El-Manar, octobre 2006.
- Driri Khaoula, « Politiques de libéralisation financière, qualité des institutions et occurrence des crises bancaires : théories et essai de validation empirique », Mémoire Master en Economie et Finance Internationale, Université de Tunis El Manar, septembre 2009.
- Fattoum A, « Politiques monétaires et gestion macroéconomique des entrées de capitaux : le cas des pays émergents », Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université Louis Lumière Lyon 2, 2005.
- Foudeh M, « Libéralisation financière, efficacité du système financier et performances macroéconomiques : enseignements pour l'Egypte, la Jordanie et le Liban », Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université de Limoge, juin 2007.
- Hammedi K, « Libéralisation des mouvements de capitaux et crises financières internationales : théories et essai d'investigation empirique », Mémoire Master en Finance Internationale, Université de la Manouba, juin 2004.
- Joumady O, « Déréglementation du marchés des capitaux et efficencies de l'intermédiation bancaire au Maroc », Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université Lumière Lyon 2, 2001.

Rapports :

- Balthazard M, « Le rôle des contrôles de capitaux dans la réduction de la volatilité en présence de crises financières et monétaires contagieuses : Étude de cas du Chili et de

la Colombie », Rapport de recherche de maîtrise, Université de Montréal, 28 Juin 2006.

- Banque de France, « Les marchés de produits dérivés en France », Bulletin de la Banque de France, n°2, Février 1994.
- Ben Gamra : « Libéralisation financière et crises bancaires : Le cas des pays émergents », Rapport de recherche, CEPN, Université de Paris XIII, 2004, pp 1-25, (disponible sur l'adresse: <http://www.univ-paris13.fr/CEPN/BenGamra.PDF>).
- Davanne O, « Instabilité du système financier », CAE, la documentation française, Paris 1998.
- Gaymard H, « Un nouvel usage du monde », Rapport au gouvernement pour une France plus active dans les pays émergents, Paris, Novembre 2006.
- Icard A, « Instabilité des flux internationaux de capitaux et crises financières », Rapport moral sur l'argent dans le monde, Association d'économie financière, Paris, 1999.
- Icard, « Stabilité financière et contrôle prudentiel », préparé au colloque BEAC du BRI sur "Rôle et fonction d'une banque centrale à l'ère de la globalisation", Liberville, 2002, pp1-11.
- McCauley, « Flux financiers dans l'Est asiatique depuis la crise de 1997 », Rapport trimestriel du BRI, juin 2003.
- OCDE, rapport de juin 1999.
- OCDE : « Etudes économiques de la Chine », Septembre 2005.
- OCDE, « Le point sur les mouvements de capitaux vers les économies de marchés émergentes », pp.193-213.
- OCDE : «Le rôle du système financier dans la réforme des entreprises », 2001, pp.87-105.
- Rapport OCDE, « Mesurer la mondialisation »,2005.
- SENAT rapport d'information N°284 rédigé par la commission des finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la nation « la régulation financière et monétaire internationale » session ordinaire de 1999-2000.
- Rapport de la Banque Mondiale, 1999,2000.

Communications, Séminaires et colloques :

- Delorme A, « Stabilité des systèmes bancaires des marchés émergents : une proposition de régulation prudentielle différenciée », proposition de communication aux 19^{ème} Journée Internationale d'Economie Monétaire et Bancaire, Lyon, 6 et 7 Juin 2002.
- Barouni Chatta W, « Flux internationaux de capitaux et crises financières », Séminaire Doctoral du GDRI EMMA, organisé par le CEMAFI, Université de Nice Sophia Antipolis, Jeudi 25 et Vendredi 26 Mars 2004.
- Jacquet P, « Mutations financières internationales et pays en développement », Communication lors de la célébration du 40^{ème} anniversaire de la BCEAO, Dakar, 11-14 mai 2002.
- Kaminsky Graciela L, « Flux internationaux de capitaux : bénédiction ou malédiction ? », Conférence ABCDE de la Banque Mondiale, Paris, les 15 et 16 Mai 2003, pp.83-119.
- Wolf M, « Globalisation financière, croissance et prix d'actifs », Banque de France, Colloque International : « Globalisation, inflation et politique monétaire », Mars 2008, Section3, pp.97-118.

Textes juridiques :

Règlements de la Banque d'Algérie :

- Règlement n° 94-13 du 2 juin 1994 fixant les règles générales en matière de conditions de banques applicables aux opérations de banque.
- Règlement n° 97-04 du 31 décembre 1997 relatif au système de garantie des dépôts bancaires.

Instructions :

- Instruction n° 34-91 du 14 novembre 1991 relative à la fixation des règles prudentielles de gestion des banques et établissements financiers.
- Instruction n° 73-94 du 29 novembre 1994 relative au régime des réserves obligatoires.
- Instruction n°74-94 du 29 novembre 1994 relative à la fixation des règles prudentielles de gestion des banques et établissements financiers.

Ordonnance :

- Ordonnance n° 11-03 relative à la Monnaie et Crédit du 26 août 2003 modifiant et complétant la loi 90-10.

Autres documents et études :

- ASSALIH H, «Les marchés financiers émergents: caractéristiques des performances », Document de travail, (disponible sur l'adresse : <http://sceco.univ-poitiers.fr/recherpubli/doctravail/M20009-09.pdf>).
- Ben Gamra S, Clévenot M, «Les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement : Croissance économique ou instabilité financière ? », Septembre 2008.
- Ben Gamra et Clévenot, « Libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents : la prégnance du rôle des institutions », Document de travail du CEPN N°8, Université Paris XIII, 2006, papier présenté à l'Ecole Thématique CNRS de la Rochelle, pp.1-33, (disponible sur l'adresse : http://www.univparis13.fr/CEPN/IMG/pdf/wp2006_08.pdf).
- Ben Gamra S et Plihon D, « Qualité des institutions, libéralisation et crises bancaires : le cas des pays émergents », document de travail CEPN N°14, papier présenté à l'école doctorale thématique TNRS de la Rochelle, Septembre 2007.
- Bergsten, Davanne et Jaquet , « Architecture financière internationale », conseil d'analyse économique, La documentation française, Paris, 1999.
- Bernou et Grondin: « Réconciliation entre libéralisation financière et croissance économique dans un système fondé sur la banque », Groupe d'Analyse et de Théorie Economique, document de travail n° 12, 2001, pp.1-34.
- Bouzid A. : « Libéralisation financière et croissance économique : Approche en données de panel », papier présenté au 20^{ème} Journées Internationales d'Economie Monétaire et Financière Birmingham, 5 et 6 Juin 2003.
- l'Her J-P, Roberge M et Kortas M, « Marchés émergents : y être ou ne pas y être telle est la question », Article de la publication Avantages paru dans le numéro de Novembre 2004, pp.25-29.
- Léonard, « Globalisation économique et financière, intégration régionale et politique monétaire », programme intensif SOCRATES en intégration européenne.

- Marzouki , « Contagion: Définitions et méthodes de détection », Centre d'économie de Paris Nord, 2004, pp.1-39.
- Naamane, « Les indicateurs d'alerte des crises financières », Centre d'analyse théorique et de traitement des données économiques, 2003, pp.1-19.
- Ndefo F, « Impacts des investissements directs étrangers sur la croissance : Quelques résultats sur les pays africains au sud du SAHARA», Banque des Etats de l'Afrique centrale, Notes d'études et de recherche N°3, 2003.
- Poret, « Les flux de capitaux- leçons d'Asie », l'observateur N°214, Octobre/ Novembre 1998.
- Reverchon A. De Tricornot A. : « Pays émergents : après la Chine, l'Inde et le Brésil, à qui le tour ? », Monde Economie, 26 Janvier 2010.
- Sandretto, « Les risques de la libéralisation financière vus à travers le prisme des crises financières récentes des pays émergents », GATE, UMR 5824 CNRS Université Lumière Lyon 2.
- Sen A, « Dix vérités sur la mondialisation », Le monde, 18Juillet 2001.
- Venet B, « Les approches théoriques de la libéralisation financière », Octobre 2000, (disponible sur l'adresse : http://www.dauphine.fr/eurisco/eur_wp/venet_fdev_chap1.pdf).
- Venet B, « Les critiques de la théorie de la libéralisation financière », Octobre 2000, (disponible sur l'adresse : <http://www.dauphine.fr/eurico/findevenet2.pdf>).
- Venet B, « Les critiques de la théorie de la libéralisation financière », Octobre 2004, (disponible sur l'adresse : <http://www.dauphine.fr/eurico/findevenet2.pdf>).

Sites Internet :

- www.bankofcanada.ca
- www.bank-of-algeria.dz
- www.worldbank.org
- www.bis.org
- www.cepii.fr
- www.imf.org
- www.persee.fr
- www.aef.asso.fr

Liste des tableaux, graphiques et figures :

Tableaux :

Tableau1 : Les flux d'IDE (en milliards de dollars) Pays investisseurs	78
Tableau2 : Flux net de capitaux privés et taux de croissance en Asie 1991-1997 (en % du PIB)	90
Tableau3 : Liste des pays émergents par S&P	150
Tableau 4 : Financement des marchés émergents	155
Tableau 5 : Evolution des marchés d'actions émergents sur la période 1990-2003 ...	159
Tableau6 : Pays émergents : Flux nets de capitaux privés	208
Tableau 7 : Flux de capitaux privés des pays émergents sur la période 1991-1999 ...	209
Tableau 8 : Flux nets de capitaux privés des pays émergents sur la période 2000-2003 ...	210
Tableau 9 : Indicateur de vulnérabilité financière	217
Tableau 10 : Dettes des banques asiatiques envers les banques étrangères (en % du PIB)	218
Tableau 11 : La chronologie du programme de libéralisation financière totale en Corée à partir des années 80	236
Tableau 12 : La productivité des quatre principales banques commerciales dans les pays développés	240
Tableau 13 : Le taux d'acceptation selon le code de libéralisation de l'OCDE	243

Graphiques :

Graphique1 : Flux nets de capitaux privés vers les pays asiatiques	87
Graphique 2 : Comportement de quelques variables avant et après les crises bancaires	115
Graphique 3 : Le caractère pro-cyclique des mouvements de capitaux vers les marchés émergents	215
Graphique 4 : L'épargne et l'investissement en Corée 1960-2003	231

Figures :

Figure1 : Les effets de la répression financière sur l'épargne et l'investissement	22
Figure2 : Les effets d'une augmentation du taux réel sur les dépôts à terme	44
Figure3 : Les effets d'une hausse du taux d'intérêt réel : le cas Keynésien	49

Figure4: Taux d'intérêt réel négatif et libéralisation financière	55
Figure5 : Les canaux de transmission de la libéralisation financière vers la croissance économique	139

La liste des abréviations :

ABEF: Association des banques et établissements financiers algériens.

ADR: American Deposit Receipts.

BRI : Banque des règlements internationaux.

BRIC : Brésil, Russie, Inde et Chine.

CMC : Conseil de la Monnaie et du Crédit.

EEC : Entreprises étatiques chinoises.

EMBI: Emerging Markets Bond Index.

FMI: Fond monétaire international.

GATT: General Agreement of Tarif and Trade.

GDR: Global Depositary Receipts

IDE : Investissements directs étrangers.

IFC : International Finance Corporation.

IFI : Institutions financières internationales.

IP : Investissements de portefeuille.

MATIF : Marché à terme des instruments financiers.

MCE : Marchés de capitaux émergents.

MONEP : Marché d'options négociables à Paris.

MSCI : Morgan Stanley Capital International

NTIC : Nouvelles technologies de l'information et de la communication.

OAT : Obligations assimilables au trésor.

OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Economique.

OMC : Organisation mondial du commerce.

OPCVM : Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

PIB : Produit intérieur brut.

PME : Petite et moyenne entreprise.

PNB : Produit national brut.

PVD : Pays en voie de développement.

PWC : Price Waterhouse Coopers.

RPC : République populaire de Chine.

SFI : Société Financière Internationale.

S&P : Standard & Poor's.

TCN : Titres de créance négociables.

TIC : Technologies de l'information et des télécommunications.

VaR : Value at Risk.

Annexes

Annexe n°1 : La libéralisation financière dans les années 70 et 80.

	Déréglementation des activités des intermédiaires, en termes de taux et d'encadrement	Déréglementation institutionnelle, intensifiant la concurrence entre les intermédiaires	Libéralisation de la réglementation des banques.
Etats-Unis	Surtout à la fin des années 70 et au début des années 80.	Surtout à partir du milieu des années 70.	Pas de contrôle durant les années 70 et 80.
Japon	Déréglementation progressive tout au long des années 80.	Introduction progressive de nouveaux instruments, surtout dans les années 80.	Pour l'ensemble des années 80.
Allemagne	Pas de réglementation durant les années 70 et 80.	Forte réglementation et faible déréglementation durant les années 70 ou 80. Signes manifestes d'action concertée.	Pas de contrôle durant les années 70 et 80.
France	Large recours à des contrôles durant les années 70 et 80.	Déréglementation progressive, surtout à partir du milieu des années 80. Signes manifestes d'entente.	Large recours au contrôle ; levée des contrôles à partir de la fin des années 80.
Italie	Encadrement du crédit jusqu'en 1983.	Bons du trésor facilement mobilisables depuis 1975, mais forte réglementation des intermédiaires. Signes manifestes d'entente.	Forte réglementation durant les années 70 et la plupart des années 80 ; assouplissement récent.
Royaume-Uni	Large recours à des contrôles jusqu'en 1980.	Il est mis fin à l'entente entre les banques en 1971, mais la plupart des mesures de déréglementation interviennent à partir du milieu des années 80, surtout pour les « buildings societies ».	Suppression des contrôles en 1979.
Canada	Pas de réglementation durant les années 70 et 80.	Pas de réglementation durant les années 70 et 80.	Pas de réglementation durant les années 70 et 80.

Source : Adrlan Blundell-Wignall, Frank Browne et Paolo Manasse : « La politique monétaire dans le contexte de la libéralisation financière », Revue économique de l'OCDE, n°15, automne 1990, p168.

Annexe n°2 : Les critères d'identification du degré de libéralisation financière.

Secteur financier interne

Critères de la libéralisation parfaite	
Taux d'intérêt débiteurs et créditeurs	Il n'existe pas de contrôle sur les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs. Et
Crédits, des réserves et de l'entrée	Il n'existe pas de contrôle sur les crédits, les réserves et l'entrée des banques.
Critères de la libéralisation partielle	
Taux d'intérêt débiteurs et créditeurs	Il n'existe pas de contrôle sur les taux d'intérêt débiteurs ou créditeurs. Ou
Crédits, des réserves et de l'entrée	Il n'existe pas de contrôle sur les crédits ou sur les réserves ou sur l'entrée des banques.
Critère de la répression	
Taux d'intérêt débiteurs et créditeurs	Il existe un contrôle sur les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs. Et
Crédits, des réserves et de l'entrée	Il existe un contrôle des crédits, des réserves et de l'entrée des banques.

Marché financier

Critère de la libéralisation parfaite	
Investissement domestiques et étranger de portefeuille	Les investisseurs domestiques et étrangers sont autorisés à détenir des titres domestiques sans restrictions. Et
Rapatriement du capital, des dividendes et des intérêts	Le capital, les dividendes et les intérêts sont librement rapatriés pendant les 2 ans de l'investissement initial.
Critères de la libéralisation partielle	
Investissements domestiques et étrangers de portefeuille	Les investisseurs domestiques et étrangers sont autorisés à détenir plus que 49% des titres de chaque compagnie. Il existe des restrictions sur la participation dans certains secteurs et des moyens indirects d'investissement sur les marchés financiers. Ou
Rapatriement du capital, des dividendes et des intérêts	Le capital, les dividendes et les intérêts sont rapatriés mais pas avant 2 ans et après 5 ans de l'investissement initial.
Critères de la répression	
Investissements domestiques et étrangers de portefeuille	Les investisseurs domestiques et étrangers ne sont pas autorisés à détenir des titres domestiques. Ou
Rapatriement du capital, des dividendes et des intérêts	Le capital, les dividendes et les intérêts sont rapatriés mais pas avant 5 ans de l'investissement initial.

Compte capital

Critères de la libéralisation parfaite	
Emprunts étrangers	Les banques et les autres institutions sont autorisées à emprunter librement de l'étranger. Elles doivent informer les autorités mais l'autorisation est automatiquement offerte. Les réserves obligatoires doivent être inférieures à 10%. La maturité minimale exigée est inférieure à 2 ans.
Taux de change multiples et autres restrictions	Et Il n'existe pas de taux de change spéciaux sur les transactions du compte courant ou du compte capital. Il n'existe pas de restrictions sur les sorties de capitaux.
Critères de la libéralisation partielle	
Emprunts étrangers par les banques	Les banques et les autres institutions sont autorisées à emprunter de l'étranger mais elles sont soumises à certaines restrictions. Les réserves obligatoires doivent être comprises entre 10 et 50%. La maturité minimale exigée doit être supérieure à 5 ans.
Taux de change multiples et autres restrictions	Ou Il existe des taux de change spéciaux sur les transactions du compte courant et du compte capital. Il existe certaines restrictions sur les sorties de capitaux.
Critères de la répression	
Emprunts étrangers par les banques	Les banques et les autres institutions ne sont pas autorisées à emprunter de l'étranger. Les réserves obligatoires doivent être supérieures à 50%. La maturité minimale exigée doit être supérieure à 5 ans.
Taux de change multiples et autres restrictions	Ou Il existe des taux de change spéciaux sur les transactions du compte courant et du compte capital. Il existe des restrictions sur les sorties de capitaux.

Annexe n°3 : Les étapes de libéralisation financière d'une économie.

Secteur	Domestique	Externe
Réel	Etape 1 *Stabilisation *Libéralisation des prix *Levée des taxes implicites *Privatisation	Etape 3 *Libéralisation des opérations courantes. *Création d'un marché de changes et convertibilité externe de la monnaie.
Financier	Etape 2 *Restructuration et privatisation du système bancaire domestique. *Création et réactivation du marché monétaire.	Etape 4 *Levée du contrôle des mouvements de capitaux. *Convertibilité totale de la monnaie.

Annexe n°4 : La libéralisation des capitaux et les crises financières.

Pays (première année des difficultés financières)	Flux de capitaux entrant		Libéralisation 5 ans avant la crise
	Court terme	Portefeuille	
Crises sévères			
Argentine (1980)	Ouvert	Ouvert	Oui
Argentine (1989)	Fermé	Fermé	n.v*
Argentine (1995)	Ouvert	Ouvert	Oui
Chili (1981)	Ouvert	Ouvert	Oui
Mexique (1994)	Ouvert	Ouvert	Oui
Venezuela (1994)	Fermé	Fermé	n.v
Malaisie (1985)	Ouvert	Ouvert	Non
Philippines (1981)	Fermé	Fermé	n.v
Thaïlande (1997)	Ouvert	Ouvert	Oui
Sud Afrique (1985)	Fermé	Ouvert	Non
Turquie (1985)	Ouvert	Fermé	Non
Turquie (1991)	Ouvert	Ouvert	Oui
Crises moins sévères			
E.U (1980)	Ouvert	Ouvert	Non
Canada (1983)	Ouvert	Ouvert	Non
Japon (1992)	Ouvert	Ouvert	Non
France (1991)	Ouvert	Ouvert	Oui
Italie (1990)	Ouvert	Ouvert	Oui
Australie (1989)	Ouvert	Ouvert	Oui
Nouvelle Zélande (1989)	Ouvert	Ouvert	Oui
Brésil (1994)	Fermé	Fermé	n.v
Indonésie (1992)	Ouvert	Ouvert	Non
Corée du Sud (milieu des années 1980)	Fermé	Ouvert	Oui
Turquie (1994)	Ouvert	Ouvert	Oui
Sri Lanka (début des années 1990)	Fermé	Ouvert	Oui

* : non valable.

Annexe n°5 : Années de libéralisation financière dans les pays émergents avec respect de six mesures.

Pays	Taux d'intérêt	Barrière à l'entrée	Réserves obligatoires	Contrôle de crédit	Privatisation	Réglementation prudentielle
Argentine	1989	1977	1993	1993	1995	1994
Brésil	1989	1991	1988	1994	1997	1998
Chili	1985	1997	1980	1976	1986	1986
Inde	1996	1993	1993	1994	-	1996
Indonésie	1983	1988	1988	1990	1992	1997
Malaisie	1991	1994	1994	1991	1988	1989
Mexique	1989	1993	1989	1991	1992	1994
Pakistan	1995	1993	-	1995	1997	1994
Pérou	1991	1996	1991	1992	1995	1993
Philippines	1985	1994	1994	1983	1996	1993
Corée	1993	1989	1996	1996	1983	1992
Thaïlande	1992	1995	1992	1992	1988	1997
Tunisie	1987	1996	1989	1993	1997	1992
Burkina-Faso	1993	-	1998	1989	-	1993
Côte d'ivoire	1993	1993	1998	1989	1991	1993
Mali	1993	-	1998	1989	1989	1993
Ghana	1988	1990	1997	1992	1995	1989
Ouganda	1994	-	-	-	-	1993
Tanzanie	1993	1998	1998	1991	-	1991

Source : Amaira Bouzid : « Libéralisation financière et croissance économique : Approche en données de panel », papier présenté au 20^{ème} Journées Internationales d'Economie Monétaire et Financière Birmingham, 5 et 6 Juin 2003.

Annexe n°6 : Les périodes de libéralisation partielle et totale du secteur financier interne, des marchés financiers et du compte de capital dans les pays émergents (1970-2002).

Pays	Secteur financier interne		Marchés financiers		Compte capital	
	Libéralisation partielle	Libéralisation totale	Libéralisation partielle	Libéralisation totale	Libéralisation partielle	Libéralisation totale
Amérique latine						
Argentine	(1977-82)/ (1987-94)	(1994-02)	(1977-82)/ (1989-91)	(1991-02)	(1971-81)/ (1982-91)	(1981-82)/ (1991-02)
Brésil	(1976-79)/ (1988-91)	(1991-02)	(1973-91)	(1991-02)	(1994-98)	(1990-94)/ (1998-02)
Chili	(1974-82)/ (1984-86)	(1986-02)	(1987-95)	(1995-02)	1977/ (1979-98)	(1998-02)
Colombie	(1974-90)	(1990-02)	-	(1991-02)	(1991-98)	(1998-02)
Mexique	(1977-90)	(1990-02)	(1989-91)	(1991-02)	(1973-91)	(1991-02)
Venezuela	(81-84)/ (89-91)/ (94-96)	(1991-94)/ (1996-02)	(1973-90)/ (1994-95)	(1990-94)/ (1995-02)	(1983-96)	(1973-83)/ (1996-02)
Asie						
Bangladesh	(1980-96)	(1996-02)	-	(1991-02)	(1991-94)	(1994-02)
Corée	(1980-97)	(1997-02)	(1984-91)/ (1992-98)	(1991-92)/ (1998-02)	(1979-98)	(1998-02)
Inde	(1992-95)	(1995-02)	(1992-02)	-	(1991-94)	(1994-02)
Indonésie	(1978-83)	(1983-02)	(1988-97)	(1997-02)	(1979-88)/ (1991-02)	(1988-91)
Malaisie	(1971-85)/ (1987-91)	(1991-02)	(1973-92)	(1992-02)	(1973-02)	-
Philippines	(1981-83)	(1983-02)	(1986-91)	(1991-02)	(1976-02)	-
Singapour	(1975-77)	(1977-02)	(1983-87)	(1987-02)	(1972-78)	(1978-02)
Sri Lanka	(1980-90)	(1990-02)	(1980-90)	(1990-02)	(1978-94)	(1994-02)
Thaïlande	(1980-92)	(1992-02)	(1988-90)	(1990-02)	(1994-98)	(1998-02)
Afrique et Moyen-Orient						
Afrique du Sud	(1980-83)	(1983-02)	-	(1996-02)	(1985-02)	-
Egypte	-	(1991-02)	-	(1992-02)	(1990-91)	(1991-02)
Israël	(1987-90)	(1990-02)	(1986-02)	-	(1977-79)/ (1987-02)	-
Maroc	(1980-96)	(1996-02)	-	(1993-02)	(1990-02)	-
Tunisie	(1986-96)	(1996-02)	(1989-02)	-	(1993-02)	-
Turquie	(1980-83)/ (1987-89)	(1989-02)	(1983-89)	(1989-02)	(1984-90)	(1990-02)
Zimbabwe	-	(1991-02)	(1993-02)	-	-	(1994-02)

Annexe n°7 : Date de la libéralisation financière et des crises bancaires dans les pays émergents.

Pays	Début de la libéralisation financière	Date des crises bancaires
Afrique du sud	1980	1985
Argentine	1977	1980
	1987	1985
		1994
		2001
Brésil	1989	1985
		1994
Chili	1974	1981
Colombie	1980	1982
Corée	1983	1997
Egypte	1991	1995
Inde	1992	1991
Indonésie	1983	1992
		1997
Israël	1987	1983
Jamaïque	1991	1994
Jordanie	1988	1989
Malaisie	1978	1985
		1997
Maroc	1991	n.a
Mexique	1974	1982
	1989	1994
Pérou	1991	1983
Philippines	1981	1981
		1997
Thaïlande	1985	1997
Turquie	1980	1991
	1988	1994

		2001
Venezuela	1991	1993
Nombre de crises bancaires		29

Annexe n°8: Comparaison entre les expériences de libéralisation financière de deux pays émergents : la Corée et la Chine.

L'expérience coréenne	L'expérience chinoise
Les points communs	
<p>*Les réformes entreprises et touchant le secteur financier sont proposées et pilotées par l'Etat.</p> <p>*La poursuite d'une démarche progressive et graduelle dans l'adoption de ces réformes.</p> <p>*La poursuite d'une politique de contrôle des capitaux (seulement jusqu'au début des années 1990 pour la Corée), en même temps qu'une déréglementation interne mesurée du système financier, ce qui représente l'originalité de ces expériences de libéralisation financière (avec l'Inde, la Malaisie et le Chili pour les pays émergents)</p>	
Les divergences	
<p>*Au début des années 1990 et sous l'impulsion des Etats-Unis, le gouvernement coréen a finalement ouvert totalement son système financier, ce qui contrastait avec sa démarche prudente du début.</p> <p>*Les réformes financières ont été plus axées sur les institutions financières non bancaires que sur les institutions bancaires.</p> <p>*La moindre importance du secteur informel qui a été absorbé par les institutions financières non bancaires.</p>	<p>* Le gouvernement chinois n'a jamais ouvert totalement son secteur financier à la concurrence internationale.</p> <p>*L'existence d'une infrastructure institutionnelle informelle importante qui a contribué à la solidité et au développement financier, se basant principalement sur la notion de capital social.</p> <p>*La Chine n'était pas touchée par la crise du Sud-Est asiatique.</p>

Annexe 9 : Liste des mesures de libéralisation financière en Algérie.

Contenu de la mesure	Date d'effet
<u>Régime de change</u>	
Première dévaluation du dinar à hauteur de 20%	1991
Deuxième dévaluation du dinar de l'ordre de 50%	1994
Instauration d'un régime de flottement dirigé avec des séances de fixing entre la BA et les banques	1994
Transformation des séances de fixing en un marché des changes interbancaire avec les banques et les autres intermédiaires agréés	1995
Création des bureaux de change	1996
Mise en œuvre d'une politique de change qui vise à assurer la compétitivité externe et est appuyé par des politiques financières appropriées	1994-1996
<u>Taux d'intérêt</u>	
Elimination du plafond des taux bancaires débiteurs, mais plafonnement de la marge des banques à 5 point de pourcentage	1994
Elimination du plafonnement à 5% des marges bénéficiaires des banques	1996
Libération du taux d'intérêt créditeur	1990
Réserves obligatoires	
Instauration d'un coefficient de réserves obligatoires de 2,5% sur les dépôts bancaires. Réserves rémunérées à 11% par an. Mais activation effective qu'en 2000	1994 (2000)
<u>Réglementation prudentielle</u>	
Vérification des comptes des banques commerciales publiques en collaboration avec la Banque mondiale	1994-1996
Restructuration financière et recapitalisation des banques commerciales publiques, à la fois par injection de liquidités et par des opérations de conversion de créances	1994-1996
Imposition d'un coefficient de suffisance égal à 4% appelé à atteindre 8% en 1999 en respect des standards de la BRI	1995
Renforcement des règles prudentielles qui portent sur la limitation de la concentration des risques et établissent des lignes de conduite claires pour le classement et le provisionnement des prêts accordés	1991-1994
Entrée en vigueur d'un régime d'assurance dépôts	1998
Marché monétaire	
Mise en place d'un système d'adjudication des crédits de la Banque centrale	1995
Mise en place d'un système d'adjudication des bons de Trésor	1995
Mise en place d'opérations d'open market	1996
Concurrence bancaire	
Création de la 1 ^{ère} banque privée à capital mixte entre le groupe Baraka et la BADR	1990
La CNEP devient une banque commerciale	1998
Entrée de la 2 ^{ème} banque privée sur le marché (Khalifa bank)	1999
Entrée de la 3 ^{ème} banque privée : union bank	1995
Augmentation du capital minimum des banques commerciales à 2,5 milliards de dinars	2003-2006
<u>Marché financier</u>	
Création de la COSOB	1996
Création de la SGVB	1996
Première émission d'une obligation. La Sonatrach émet 12 milliards de dinars en janvier 1998	1998

1 ^{ère} OPV ERIAD SETIF (nov-dec 1998) suspendue en septembre 2006	1998
1 ^{ère} émission d'actions : SAIDAL MARS 1999	1999
2 ^{ème} émission d'actions : AURASSI JUILLET 1999	1999
1 ^{ère} cotation de Sonalgaz en mai 2006	2006
OPV d'Air algérie le 22 novembre 2006	2006
OPV d'ATM (mobilis)	2006

Table des matières :

Introduction générale	1
Première partie : Libéralisation financière : avantages et contraintes	7
Introduction de la première partie	7
Chapitre I : Les approches théoriques de la libéralisation financière	10
Introduction au chapitre I	10
Section 1 : Libéralisation financière : approche néoclassique.....	12
1.1/ De la répression à la libéralisation financière.....	12
1.1.1/ L'approche de McKinnon : fragmentation de l'économie et complémentarité de la monnaie et du capital	15
1.1.1.1/ Fragmentation de l'économie et intervention de l'Etat	16
1.1.1.2/ Intermédiation, répression financière et secteur informel	17
1.1.1.3/ Libéralisation financière, entrée de capitaux et taux de change	18
1.1.2/ L'approfondissement financier de E. Shaw.....	20
1.1.2.1/ Economie en retard et répression financière	21
1.1.2.2/ La nécessaire libéralisation financière	21
1.1.3/ Le problème de compatibilité des analyses de McKinnon et Shaw	24
1.1.4/ Les problèmes posés par la libéralisation financière dans ces approches.....	25
Section2 : Prolongements théoriques de la libéralisation financière	28
2.1/ La première génération des travaux des héritiers de McKinnon et Shaw	29
2.1.1/ Le modèle de Galbis	29
2.1.2/ Les travaux de Kapur et Mathieson	30
2.2/ La seconde génération des travaux des héritiers de McKinnon et Shaw	34
2.2.1/ Le modèle de Roubini et Sala-i-Martin	34
Section3 : Les critiques de la théorie de la libéralisation financière	40
3.1/ La libéralisation financière : approche néo-structuraliste	40
3.1.1/ Les hypothèses des modèles néo-structuralistes	40
3.1.2/ Secteur informel et libéralisation financière	41
3.1.3/ Le modèle de Van Wijnbergen	43
3.1.4/ Les limites des modèles néo-structuralistes	45
3.2/ La vision post-keynésienne de la libéralisation financière	46
3.2.1/ Le problème de l'épargne	46

3.2.2/ Les modèles post-keynésiens : la libéralisation financière dans un contexte de sous-emploi	47
3.2.2.1/ L'analyse de Burkett & Dutt	47
3.2.2.2/ Les autres critiques d'inspiration Keynésienne	50
Conclusion du chapitre I	56
Chapitre II : Le processus de la libéralisation financière	58
Introduction au chapitre II	58
Section 1 : Les caractéristiques de la libéralisation financière	58
1.1/ Définition de la libéralisation financière	59
1.2/ La libéralisation des taux d'intérêt	60
1.3/ La libéralisation du secteur financier	60
1.3.1/ Les réformes des marchés financiers	60
1.3.1.1/ La mondialisation	61
1.3.1.2/ Dérèglementation	62
1.3.1.3/ La globalisation financière	62
1.3.2/ Développement des marchés financiers	68
1.4/ La libéralisation des banques : la dérèglementation	69
1.4.1/ La libéralisation des crédits	70
1.4.2/ La libéralisation du secteur bancaire	70
1.4.2.1/ Passage de l'intermédiation bancaire à l'intermédiation de marché	70
Section2 : La libéralisation financière externe : la libéralisation des mouvements de capitaux	75
2.1/ Les caractéristiques des flux de capitaux	76
2.1.1/ Les flux de capitaux propres	76
2.1.1.1/ Les investissements directs étrangers	76
2.1.1.2/ Les investissements de portefeuille	80
2.1.2/ Les flux de la dette	81
2.2/ Les causes des flux de capitaux	83
2.3/ Les obstacles à la libéralisation des mouvements des capitaux	85
2.4/ La libéralisation des mouvements internationaux de capitaux : avantages et inconvénients	88
2.4.1/ Les avantages de la libéralisation des mouvements de capitaux	88
2.4.1.1/ Une meilleure allocation des ressources mondiales	88

2.4.1.2/ Répartition optimale du risque et amélioration de l'efficacité du portefeuille...	90
2.4.1.3/ Suppression (atténuation) des cycles économiques	91
2.4.1.4/ Création de nouveaux modes de financement	91
2.4.1.5/ Exploitation de l'épargne étrangère pour des besoins domestiques	91
2.4.2/ Les risques de la libéralisation des mouvements de capitaux	91
2.4.2.1/ L'imperfection de l'information	91
2.4.2.2/ Le développement des circuits criminels	94
2.5/ Le contrôle des mouvements de capitaux : le pour et le contre	95
2.5.1/ Les opinions des défenseurs	96
2.5.2/ Les opinions des détracteurs	97
Conclusion du chapitre II	99
Chapitre III : Libéralisation financière, crises bancaires et croissance économique ...	101
Introduction au chapitre III	101
Section 1 : Origines et conséquences des crises bancaires	101
1.1/ Définition des crises bancaires	102
1.2/ Les origines des crises bancaires	103
1.2.1/ Causes liées à la situation macroéconomique	106
1.2.1.1/ Facteurs internes de volatilité macroéconomique	107
1.2.1.2/ Facteurs externes de volatilité macroéconomique	108
1.2.2/ Causes d'instabilité liées aux structures financières	109
1.2.2.1/ Inadéquation du cadre institutionnel	109
1.2.2.2/ Préparation insuffisante du secteur financier au processus de libéralisation ...	110
1.2.2.3/ Intervention des pouvoirs publics dans le fonctionnement des banques	111
1.2.3/ Causes liées aux compétences des gestionnaires	111
1.2.3.1/ La concentration du risque de crédit	111
1.2.3.2/ La mauvaise gestion	111
1.3/ Les conséquences des crises bancaires	113
Section2 : Relation libéralisation financière / crises bancaires	118
2.1/ Libéralisation financière et crise bancaire : Identification de la relation	119
2.1.1/ La prise de risque excessive de la part des banques et aléa de moralité	119
2.1.2/ Le comportement spéculatif des banques	121
2.2/ Les conditions préalables à la réussite de la libéralisation financière	123
2.2.1/ Les conditions macroéconomiques et institutionnelles	123

2.2.2/ L'ordonnement de la libéralisation financière	126
2.2.2.1/ La séquence de la libéralisation optimale	127
2.2.2.2/ La vitesse des réformes financières	128
Section3 : Libéralisation financière et croissance économique	131
3.1/ Libéralisation financière et croissance économique : les canaux de transmission...	131
3.1.1/ L'effet de la libéralisation sur la croissance économique par des canaux directs	132
3.1.1.1/ L'augmentation de l'épargne nationale	132
3.1.1.2/ La réduction du coût de capital par une meilleure gestion de risque	133
3.1.1.3/ La stimulation du système financier domestique	134
3.1.1.4/ Le transfert du savoir-faire technologique et managérial	136
3.1.2/ L'effet de la libéralisation sur la croissance économique par les canaux indirects	137
3.1.2.1/ La signalisation	137
3.1.2.2/ La discipline macro-économique	137
3.1.2.3/ La promotion de la spécialisation	138
Conclusion du chapitre III	140
Conclusion de la première partie	142
Deuxième partie : Impact de la libéralisation financière sur les pays émergents	144
Introduction de la deuxième partie	144
Chapitre I : La notion de pays émergent	147
Introduction au chapitre I	147
Section 1 : Aperçu général des marchés émergents	148
1.1/ Caractérisation des pays émergents	148
1.2/ Les systèmes bancaires	153
1.3/ Les marchés financiers	154
1.3.1/ Le marché des obligations	155
1.3.2/ Le marché des crédits syndicalisés	157
1.3.3/ Le marché des actions	158
1.3.4/ Les marchés dérivés	159
1.3.4.1/ Intérêt et typologie des produits dérivés	160
1.3.4.2/ Les conditions préalables	161
1.3.4.3/ L'exemple réussi : le cas brésilien	162
1.4/ L'hétérogénéité des marchés émergents	163

1.4.1/ Phase embryonnaire	164
1.4.2/ Phase de faibles activités	164
1.4.3/ Phase de développement actif	164
1.4.4/ Phase de maturité	165
1.5/ Le poids des pays émergents dans l'économie mondiale	166
Section2 : L'investissement dans les pays émergents	168
2.1/ Le degré d'accessibilité aux investisseurs étrangers	168
2.1.1/ Les barrières directes	168
2.1.2/ Les barrières indirectes	169
2.1.3/ Les risques spécifiques	170
2.1.3.1/ Le risque politique	170
2.1.3.2/ Le risque de liquidité	172
2.1.3.3/ Le risque monétaire	173
2.1.3.4/ Le risque pays	174
2.2/ Les modalités d'entrée aux marchés émergents	175
2.3/ Les perspectives des investissements de portefeuille	176
2.4/ Le couple 'rentabilités /risques' des marchés émergents	178
2.4.1/ Rentabilités élevées et forte volatilité des marchés émergents	178
2.4.2/ Le compromis entre le risque et les rentabilités	179
Conclusion du chapitre I	181
Chapitre II : Les conséquences de la libéralisation financière sur les pays émergents ...	183
Introduction au chapitre II	183
Section 1 : Libéralisation financière et pays émergents	184
1.1/ La libéralisation financière à l'épreuve des faits	184
1.1.1/ Libéralisation financière en Amérique latine	185
1.1.1.1/ La version intégrale de la libéralisation financière : le cas du Chili	186
1.1.2/ Libéralisation financière dans les pays asiatiques	187
1.1.2.1/ Libéralisation financière partielle et rôle de l'Etat : le cas de la Corée et Taiwan	187
1.1.3/ Libéralisation financière en Afrique et Moyen-Orient	188
1.1.3.1/ La libéralisation financière en Algérie	188
1.2/ Les effets néfastes de la libéralisation financière	193
1.2.1/ Crises bancaires des pays émergents	193

1.2.2/ Libéralisation financière et profitabilité bancaire	196
1.2.3/ Libéralisation financière et risque systémique dans les pays émergents	197
1.2.3.1/ La concentration bancaire	198
1.2.3.2/ La séparation entre métiers bancaires	199
1.2.3.3/ La supervision, la régulation et la situation des comptes	199
1.3/ L'accompagnement de la libéralisation financière	199
1.3.1/ Politique macroéconomique et politique de change	200
1.3.2/ L'importance de la réglementation et de la supervision	200
1.3.3/ Ordonnancement des mesures	201
1.4/ Qualité des institutions, libéralisation et crises bancaires : le cas des pays émergents	202
Section2 : Flux internationaux de capitaux : bénédiction ou malédiction ?	204
2.1/ Aperçu général des flux de capitaux à destination des pays émergents	204
2.1.1/ Les années 1970	205
2.1.2/ Les années 1980	205
2.1.3/ Les années 1990	206
2.1.4/ La période 2000-2003	209
2.1.5/ A partir de 2003	210
2.2/ Provenance des flux de capitaux privés	211
2.3/ Pays émergents et crises financières	211
2.3.1/ Rôle de l'instabilité des flux de capitaux dans le déclenchement des crises financières	212
2.3.2/ Les défaillances structurelles et réglementaires	217
2.3.3/ Problème de change	220
2.4/ Le contrôle des mouvements de capitaux dans les marchés émergents	221
2.4.1/ Le contrôle sur les entrées de capitaux	222
2.4.2/ Le contrôle sur les sorties de capitaux	222
2.4.3/ L'expérience du Chili de 1991 à 1998	223
Conclusion du chapitre II	227
Chapitre III : Deux expériences de libéralisation financière : la Corée du Sud et la Chine	229
Introduction au chapitre III	229
Section1 : L'expérience coréenne de libéralisation financière	230

1.1/ Présentation du contexte politique et économique avant la mise en place des contrôles de capitaux	230
1.2/ La primauté du financement domestique dans le système financier coréen d'avant la libéralisation financière	233
1.3/ L'expérience de libéralisation du compte capital et du secteur financier des années quatre-vingt-dix en Corée	234
1.3.1/ Présentation de l'expérience coréenne des contrôles de capitaux	237
1.3.2/ Les réformes concernant les institutions financières bancaires et non bancaires ...	238
1.3.3/ La libéralisation du compte capital	242
1.4/ L'expérience d'assainissement de l'environnement macroéconomique et du renforcement de la réglementation prudentielle	244
1.4.1/ L'établissement d'un environnement macroéconomique stable	244
1.4.1.1/ Indépendance de la Banque centrale	244
1.4.1.2/ La politique fiscale	245
1.4.1.3/ Le régime de change	245
1.4.2/ Amélioration de la transparence des institutions financières	245
1.4.3/ La mise en place d'un système de réglementation prudentielle	247
1.4.3.1/ Le renforcement de la régulation prudentielle	247
1.4.3.2/ L'adoption du système des mesures correctives	248
1.5/ Les causes et manifestations de la crise coréenne de 1997	249
1.5.1/ Les manifestations de la crise	249
1.5.2/ Les causes de la crise	251
1.5.2.1/ L'inadéquation des réformes financières	252
1.5.2.2/ L'incompatibilité de la forme de corporate governance asiatique avec l'apport des capitaux externes	253
Section 2 : L'expérience chinoise d'ouverture financière	254
2.1/ Le paysage économique et financier chinois d'avant les réformes	255
2.2/ Présentation des réformes entreprises en Chine après 1978	256
2.2.1/ Les réformes des entreprises d'Etat chinoises	256
2.2.2/ L'émergence du secteur privé	257
2.2.3/ La réforme de la politique budgétaire	259
2.2.4/ La restructuration financière	259
2.2.4.1/ La réforme du secteur bancaire	260

2.2.4.2/ La création des marchés de capitaux	261
2.2.5/ Les réformes politiques	263
2.3/ Analyse des raisons du succès de l'expérience chinoise	264
2.3.1/ Le gradualisme dans la dérégulation financière en Chine	265
2.3.1.1/ La levée des restrictions sur les IDE	265
2.3.1.2/ Le contrôle de l'afflux des capitaux sur les marchés financiers chinois	266
2.3.1.3/ Le contrôle de la taille et de l'échéance des prêts étrangers	267
2.3.1.4/ Le démantèlement progressif des restrictions sur les changes	267
2.3.2/ Le paradoxe chinois	268
2.3.2.1/ Les sources de financement informelles	269
2.3.2.2/ Une structure institutionnelle informelle	270
2.3.2.3/ Les fondements des structures informelles de gouvernance d'entreprise et de financement en Chine	271
Conclusion du chapitre III	272
Conclusion de la partie 2	274
Conclusion générale	276
Bibliographie	280
Liste des tableaux, graphiques et figures	288
La liste des abréviations	290
Annexes	
Table des matières.	

Résumé :

Depuis les deux dernières décennies, l'économie mondiale a subi une série de mutations financières profondes qui ont affecté le fonctionnement des marchés financiers. L'origine de ces bouleversements revient, principalement, à la libéralisation financière entamée, dès les années 1980, dans la quasi-totalité des pays développés et émergents.

McKinnon et Shaw ont proposé leur thèse dans laquelle, ils ont contesté l'idéologie de la répression financière caractérisée par une intervention excessive des pouvoirs publics dans l'activité économique. Leur hypothèse montre que les restrictions gouvernementales réduisent l'épargne et entravent une affectation efficace des ressources, ce qui conduit à un ralentissement de la croissance économique. Parallèlement, la libéralisation financière, qui venue comme réponse aux critiques adressées à cette situation de répression financière, permet d'accroître l'efficacité des investissements en améliorant le rendement de l'épargne et en réduisant les contraintes des crédits, ce qui stimule la croissance de l'économie.

Ce phénomène de libéralisation financière a dépassé les frontières des pays développés pour devenir un phénomène de mutation international touchant tous les pays même ceux en voie de développement. Particulièrement, un nombre croissant de pays émergents, notamment d'Amérique latine et d'Asie, s'est engagé dans ce processus de libéralisation du système financier d'une façon interne qu'externe.

Cependant, malgré ses innombrables avantages, la libéralisation financière a été souvent accompagnée d'une vague de crises financières et bancaires dont beaucoup d'entre elles ont pris une ampleur systémique, touchant surtout les économies émergentes.

Mots clés : Libéralisation financière, globalisation financière, crise financière, mutation financière, économies émergentes, mouvements de capitaux.

ملخص:

تعرض الاقتصاد العالمي خلال العشريتين الأخيرتين لسلسلة من التحولات المالية العميقة التي أثرت على سير الأسواق المالية إذ يعود أصل هذه الاضطرابات أساسا إلى الليبرالية المالية المعتمدة منذ الثمانينات من مجمل البلدان المتقدمة و البارزة.

اقترح كل من "ماك كينون" و "شو" أطروحتهما التي اعترضتا من خلالها على إيديولوجية القمع المالي التي تتميز بالتدخل المبالغ فيه للسلطات العامة في النشاط الاقتصادي، حيث تبين فرضيتهما أن التقييد الحكومي يقلص الادخار و يعيق التخصيص الفعال للموارد مما يؤدي إلى إبطاء النمو الاقتصادي. و بالموازاة تسمح الليبرالية المالية التي جاءت كرد على الانتقادات الموجهة لوضع القمع المالي المذكورة إلى زيادة فعالية الاستثمارات بتحسين مردودية الادخار و تقليص عراقيل القروض مما ينعش النمو الاقتصادي.

تجاوزت ظاهرة الاضطراب المالي حدود البلدان المتقدمة لتصبح ظاهرة تحول دولي مست كل البلدان حتى تلك السائرة في طريق النمو، بالأخص العدد المتزايد للبلدان البارزة و خاصة منها تلك من أمريكا اللاتينية و آسيا التي اعتمدت هذا النمط الليبرالي للنظام المالي بصفة داخلية أكثر مما هي خارجية.

غير أنه و رغم مزاياها المتعددة تظل الليبرالية المالية مصحوبة دائما بموجة من الأزمات المالية و المصرفية و التي كثير منها اتخذت نطاق جهازي مست خاصة الاقتصاديات البارزة.

الكلمات الرئيسية : الليبرالية المالية، العولمة المالية، الأزمة المالية، التحول المالي، الاقتصاديات البارزة، نقل رؤوس الأموال.