

**DÉVELOPPEMENT DU SECTEUR
FINANCIER ET CROISSANCE :
LE CAS DES PAYS ÉMERGENTS MÉDITERRANÉENS**

Garip TURUNÇ*

***Résumé** - Les analyses théoriques et empiriques des liens entre finance et croissance économique sont présentées dans cet article. En contrepoint, les niveaux de développement et de libéralisation du secteur financier sont examinés pour six pays émergents de la Méditerranée : l'Égypte, Israël, la Jordanie, le Maroc, la Tunisie et la Turquie.*

***Mots-clés** - PAYS ÉMERGENTS, MÉDITERRANÉE, RÉPRESSION ET LIBÉRALISATION FINANCIÈRES, CROISSANCE ÉCONOMIQUE.*

***Classification du JEL** : F43, G15, O15, 057.*

* Université Montesquieu-Bordeaux IV.

L'auteur remercie Maurice Catin et le rapporteur anonyme de la *Revue Région et Développement*, dont les commentaires ont permis d'améliorer le contenu de cet article.

La théorie économique a toujours été partagée entre deux courants concernant l'importance du système financier dans la croissance économique. D'un côté il y a ceux qui, dans la lignée de Bagehot et Hicks, parlent de son rôle actif dans le démarrage de l'industrialisation en Angleterre¹. Schumpeter (1911) dans son ouvrage "La théorie de l'évolution économique" précise que le crédit sert le développement industriel et qu'il est une condition préalable à la création et au développement de l'innovation et donc à la croissance économique. A l'inverse, il y a ceux qui ne croient pas à l'importance de la relation entre la finance et la croissance économique. Lucas (1988) affirme que les économistes exagèrent le rôle des facteurs financiers dans la croissance, et les économistes du développement expriment fréquemment leur scepticisme au sujet du rôle du système financier en l'excluant dans leurs analyses.

Le lien "finance-croissance économique" a été étudié plus en détail, notamment avec les travaux de Goldsmith (1969) et McKinnon (1973), à travers l'école dite de la répression financière. Selon ces auteurs, le secteur financier joue un rôle important dans le processus de croissance économique mais il peut être limité si les autorités publiques agissent sur le prix ou l'allocation des crédits, c'est-à-dire dans un contexte de répression financière. Les principales suggestions issues de cette école ont largement été mises en place dans plusieurs pays en développement pendant les années soixante-dix et quatre-vingt. Elles visent essentiellement à libéraliser le secteur financier dont l'objectif est de soutenir la croissance des taux d'épargne et d'investissement ainsi que d'améliorer l'efficacité du capital.

Les travaux récents qui ont rapproché les théories de la croissance endogène et de l'intermédiation financière se placent dans cette optique. Le rapport sur le

¹ En France, la Haute banque, avec laquelle les familles Sellières, Vernes et Rotschild ont bâti leur fortune au début du XIXème siècle, a pris une part active dans la révolution industrielle par ses investissements dans l'industrie et les transports. C'est ainsi que la maison Sellière s'associe avec Antoine Scheinder, parvient à redresser l'usine métallurgique du Creusot en 1836. Rothschild, Hottinguer et Laffitte financent, en 1845, la Compagnie du Nord, qui reliera, par le chemin de fer, Paris à la région lilloise.

Développement dans le Monde de 1989 publié par Banque Mondiale présente déjà une étude approfondie du lien entre finance et croissance en insistant sur le développement du secteur financier dans les pays en développement pour renforcer la croissance économique. Un des premiers modèles financiers de croissance endogène, celui de Bencivenga et Smith (1991) montre qu'une meilleure gestion du risque de liquidité par le secteur bancaire permet d'augmenter la part de l'épargne allouée à des placements plus productifs tout en gardant un niveau général d'épargne constant. Ainsi, une relation positive entre le secteur bancaire et la croissance économique est établie de manière théorique. Les articles qui ont suivi prennent en compte les phénomènes de répression et libéralisation financières et traitent du secteur bancaire mais aussi des marchés financiers².

En ce qui concerne les analyses empiriques, un certain nombre d'études économétriques sur les déterminants de la croissance montrent que le niveau d'intermédiation financière est un bon indicateur des taux de croissance économique de long terme ainsi que de l'accumulation du capital et des gains en productivité. King et Levine (1993a et b) utilisent quatre indicateurs pour mesurer le développement du secteur bancaire et quatre indicateurs de développement économique. Les résultats qu'ils obtiennent mettent en évidence une relation robuste entre les deux familles d'indicateurs.

Les crises financières qui ont secoué successivement ces dernières années les différentes zones du monde renforcent la thèse d'un rôle prééminent de ce secteur et la nécessité d'organiser le mieux possible son fonctionnement. Le présent travail se focalise sur le cas particulier de six pays émergents de la Méditerranée : l'Égypte, Israël, la Jordanie, le Maroc, la Tunisie et la Turquie³. L'étude de la relation entre système financier et croissance sera abordée en deux volets, théorique et empirique. Dans le cadre du premier volet, nous allons d'abord analyser les canaux d'influence, puis préciser les différentes interactions entre le système financier et la croissance. Nous rappellerons également les principales recommandations de l'école de la

² Plusieurs articles proposent des revues de cette littérature, voir par exemple Berthélemy et Varoudakis (1996).

³ Ces pays seront qualifiés d'émergents, bien qu'il n'existe pas de définition stricte des pays émergents mais plusieurs approches selon les organismes concernés. Nous retenons la typologie de l'IFC (International Finance Corporation) pour laquelle sont dits émergents les pays à revenu moyen dont le PNB par habitant en 1995 est compris entre 766 \$ et 9385 \$, fourchette dans laquelle s'inscrivent les pays étudiés, à l'exception d'Israël dont le revenu est classé parmi ceux qui sont élevés.

répression financière. Dans le cadre de deuxième volet, nous ferons un état des lieux des principaux travaux empiriques sur ces sujets avant de préciser les indicateurs à retenir pour les pays analysés dans notre étude. Nous discuterons alors de la répression et de la libéralisation du secteur financier dans ces pays.

1. DEVELOPPEMENT FINANCIER ET CROISSANCE ECONOMIQUE

Le lien entre développement financier et développement économique a été reconnu dans la littérature depuis une trentaine d'années : Goldsmith (1955, 1969), Gurley et Shaw (1955, 1960) en furent les précurseurs. Rapidement, la structure financière devint même un des éléments de la stratégie de développement économique sous l'impulsion d'auteurs comme Gurley et Shaw (1967), McKinnon (1973, 1991), Shaw (1973), Fry (1988, 1989) et plus récemment Thornton (1991, 1994) et, King et Levine (1992, 1993). On peut y associer à cette liste l'importante littérature sur la croissance endogène : Bencivenga et Smith (1991), Greenwood et Jovanovic (1990), Pagano (1993), etc.

Explicitement ou implicitement, dans toutes les études, on retrouve l'idée qu'un système financier efficace active le développement économique tout en l'orientant. Notons cependant que si la corrélation est maintenant largement admise, le sens de causalité reste contesté⁴ opposant, d'une part, le développement financier exogène (conduit par l'offre de services financiers) et, d'autre part, le développement financier endogène (induit par la demande de services financiers).

La principale contribution des systèmes financiers à la croissance repose sur le fait que ces derniers permettent d'assurer le fonctionnement d'un système de paiement efficace et évolutif, mobilisent l'épargne et améliorent son affectation à l'investissement. L'existence d'un moyen d'échange fiable est une condition nécessaire de la croissance. Les systèmes de paiement évoluent en parallèle et en interaction avec la croissance économique. La croissance entraîne des gains de productivité, mais aussi une ouverture continue de nouveaux marchés, une complexité croissante des échanges qui renforcent la monétisation des économies, qui est nécessaire à son tour pour soutenir le volume de l'activité économique.

⁴ Voir R. I. St Hill (1992) et H. Patrick (1966). On trouvera des éléments de vérification empirique et des tests de causalité chez Jung (1986) et Thornton (1991, 1994).

Cette association entre le PIB et le degré de monétisation de l'économie a été soulignée dès la fin des années soixante par Goldsmith (1969).

Par ailleurs, le développement des marchés financiers ou d'intermédiaires bancaires peut assurer une meilleure mobilisation de l'épargne disponible et soutenir ainsi la croissance économique. Il facilite notamment l'agglomération des ressources financières de l'économie. Ceci permet aux intermédiaires financiers de diversifier les risques associés aux projets d'investissement individuels et de proposer aux épargnants des placements à rendements plus élevés. Ceux-ci favorisent la détention de l'épargne sous forme financière, plutôt que sous forme d'actifs réels peu rentables. Cette réorientation de l'épargne peut à son tour renforcer davantage le développement du système financier. Des modèles basés sur la théorie de la croissance endogène permettent de formuler les interactions entre facteurs financiers et croissance en réintroduisant le rôle primordial de l'intermédiation financière dans l'amélioration de l'allocation des ressources.

1.1. Les interactions entre institutions financières et croissance dans les modèles de croissance endogène

Parmi les modèles de croissance endogène permettant de formuler les interactions entre facteurs financiers et croissance, on trouve celui de Pagano (1993). D'autres travaux sur ce thème ont été réalisés et montrent qu'une intermédiation financière concurrentielle augmente le taux de croissance de long terme (Greenwood et Jovanovic, 1990; Bencivenga et Smith, 1991; Levine, 1991).

1.1.1. Le modèle de Pagano

Partant du modèle développé par Rebelo (1991) dans lequel la production agrégée est une fonction du stock de capital :

$$[1] \quad Y_t = AK_t$$

Pagano y introduit une équation relative à l'investissement brut I_t :

$$[2] \quad I_t = K_{t+1} - (1 - \delta)K_t$$

où le coefficient δ représente le taux de dépréciation du capital sur une période.

Il suppose qu'une fraction $(1 - \phi)$ de l'épargne totale est perdue dans le processus d'intermédiation financière (il s'agit du coût d'intermédiation et des règles prudentielles telles que les réserves obligatoires) :

$$[3] \quad I_t = \phi S_t$$

Le taux de croissance de l'année $t + 1$ s'écrit, en tenant compte de [1] :

$$[4a] \quad g_{t+1} = \frac{Y_{t+1} - Y_t}{Y_t} = \frac{Y_{t+1}}{Y_t} - 1 = \frac{K_{t+1}}{K_t} - 1$$

Les équation [2] et [3] permettent de déduire le taux de croissance stationnaire g :

$$[4b] \quad g = \frac{I + (1 - \delta)K}{K} - 1 = \frac{\phi S + (1 - \delta)Y/A}{Y/A} - 1 = A\phi \frac{S}{Y} + (1 - \delta) - 1 = A\phi s - \delta,$$

où $s = \frac{S}{Y}$ est le taux d'épargne brut.

L'équation [4b] indique les trois canaux par lesquels le système financier peut affecter la croissance : (i) D'abord en augmentant la proportion de l'épargne ϕ nationale allouée à des investissements productifs. Selon Pagano, l'augmentation de ϕ peut être due à la baisse de l'inefficacité de la sphère financière. Lors de la libéralisation du secteur bancaire, l'on peut aussi penser à une baisse des réserves obligatoires ou des taxes associées aux transactions. (ii) Ensuite en augmentant la productivité marginale A , grâce à la collecte d'information et à l'incitation des investisseurs à replacer leur argent dans des projets plus risqués à cause d'un partage du risque plus significatif de la part des intermédiaires. (iii) Enfin, le secteur financier influence la croissance par l'intermédiaire du taux d'épargne s de l'économie.

Dans le cadre de la théorie de la croissance endogène, d'autres modèles ont réintroduit le rôle de l'intermédiation financière dans l'amélioration de l'allocation des ressources.

1.1.2. D'autres analyses théoriques des intermédiaires financiers dans l'allocation des ressources

La présence d'un système bancaire développé permet tout d'abord de financer un montant d'investissement plus élevé en mobilisant davantage d'épargne. L'activité bancaire de diversification et de transformation des échéances permet de satisfaire les demandes, à la fois des agents déposants, et des agents à besoin de financement. L'intermédiaire transforme les actifs primaires émis par les entreprises en actifs financiers indirects désirés par les investisseurs finaux (Gurley et Shaw, 1960) dans un contexte où les besoins des agents emprunteurs et des agents prêteurs ne sont pas les mêmes, les premiers émettant des titres risqués au rendement incertain, alors que les seconds désirent des dépôts à la liquidité et au rendement garantis.

Convertir des actifs illiquides en actifs liquides (sous forme de dépôts disponibles à vue, sans coût de transformation, ni risque) est un service bancaire fondamental, au sens où il fonde l'action bancaire. Cette propriété de l'intermédiation mise en exergue par Diamond et Dybvig (1983) a été introduite par Bencivenga et Smith (1991) dans un modèle de croissance endogène, pour déterminer ses effets sur la croissance. Dans ce modèle, le comportement d'épargne des agents influence le taux de croissance d'équilibre, comportement que les intermédiaires financiers peuvent justement altérer dans un sens favorable à l'investissement à travers leur service de liquidité. Bencivenga et Smith développent un modèle à générations successives, dans lequel les agents vivent trois périodes. Ils ont accès à un investissement liquide non directement productif et à un investissement illiquide mais productif, dont le rendement dépend de sa date de liquidation. Si l'investissement productif est liquidé au bout d'une période, le rendement obtenu est inférieur à celui de l'actif liquide. On montre ainsi qu'il existe une incitation à l'apparition de banques fournissant un service de liquidité. Le système bancaire, en assurant la liquidité, permet aux épargnants par nature hostiles au risque, de détenir des dépôts bancaires plutôt que des actifs liquides mais improductifs, et fournit, via ce mécanisme, des fonds pour l'investissement productif à long terme. Avec une externalité dans la production du type considéré par Romer (1986) ou Boyd et Prescott (1986), un taux de croissance d'équilibre plus élevé sera observé dans des économies ayant un secteur intermédiaire actif.

La productivité marginale de l'investissement augmente avec le développement de la sphère financière car la firme bancaire, d'une part, sait mieux gérer les risques et, d'autre part, possède un avantage comparatif en terme de collecte d'information. Les banques, du fait de l'importance de leur portefeuille, en diversifiant les risques de leurs prêts, peuvent offrir des prêts risqués, sans augmenter pour autant le risque des déposants (Bernanke et Gertler, 1986). L'existence d'intermédiaires financiers réduit le risque économique, mais assure également un rendement plus élevé des investissements (Greenwood et Jovanovic, 1990), ce qui conduit à une croissance plus forte.

Une autre contribution de la firme bancaire à la croissance est liée à son activité informationnelle qui permet d'améliorer l'allocation des ressources collectées par rapport au marché. Face à l'existence d'une asymétrie d'information ex ante, la firme bancaire joue un rôle fondamental de sélection des emprunteurs potentiels. Etant donnés les coûts que chaque agent prêteur doit assumer pour disposer de l'information concernant la rentabilité des projets à financer, une

centralisation des décisions de prêt-emprunt est préférable, car le coût de production de cette information décroît avec le volume des contrats (Boyd et Prescott, 1986). Les imperfections du marché dues à l'asymétrie d'information et à l'obligation de maîtriser les coûts de transaction justifient l'existence des banques.

Les notions de coûts de recherche d'informations et de rendement d'échelle qui découlent de la centralisation des activités de prêt-emprunt au sein de la firme bancaire ont été reprises et enrichies par l'apport de la théorie des jeux par Greenwood et Jovanovik (1990). Ces auteurs lient le rôle informationnel des banques à la croissance de la productivité. Ils supposent qu'il existe deux techniques de production, une sans risque mais à faible rendement, l'autre plus risquée, mais plus rentable, qui dépend du progrès technique. Chaque agent ne connaît que le rendement global de la technique de production de son propre projet, alors que celui-ci se décompose en un choc technologique commun à toutes les techniques de production et en un choc spécifique propre à chaque agent. Il y a donc asymétrie d'information en ce qui concerne les chocs possibles, qui pousse les individus à former une coalition sous forme d'un intermédiaire bancaire. La centralisation de l'information induite permet de discriminer les chocs et de choisir la technologie la plus appropriée par rapport aux chocs identifiés. L'épargne sera ainsi allouée de manière plus efficace en présence d'une firme bancaire.

Ces analyses, en proposant ainsi les différents canaux financiers par lesquels la croissance devient endogène, arrivent à mieux expliquer les fortes disparités de croissance de pays qui, au départ, disposaient des revenus par tête semblables et par là suggèrent un nouveau rôle pour la politique économique (Lucas, 1989 ; Grossman et Helpman, 1991 ; Romer, 1986, 1989).

1.2. Degré de développement financier et croissance : analyses empiriques

Les études empiriques révèlent que les pays qui connaissent les taux d'épargne et d'investissement les plus élevés ont parallèlement les secteurs financiers les plus développés. L'expérience de nombreux pays en développement, notamment des pays d'Asie du Sud-Est, suggère qu'un secteur financier développé favorise l'efficacité de l'allocation des ressources réelles. Inversement, dans beaucoup de pays à faible croissance, on constate que l'intermédiation est faible.

Goldsmith (1969) est un pionnier dans l'étude des rapports entre la croissance économique et les différents indicateurs du fonctionnement du système

financier. Il a étudié, en utilisant la valeur des actifs des intermédiaires financiers par rapport au PIB, les données disponibles de 35 pays entre 1860 et 1963 et constate l'existence d'un certain parallélisme entre développement financier et croissance économique. Cependant, l'étude de Goldsmith souffre de plusieurs faiblesses : i) on ne tient pas compte de l'ensemble de facteurs qui influencent la croissance économique (Levine et Renelt, 1992) ; ii) on n'examine pas si le développement financier est associé à l'augmentation de la productivité et l'accumulation du capital ; iii) la taille des intermédiaires financiers retenue peut ne pas mesurer correctement le fonctionnement du système financier ; iv) l'importante corrélation entre la taille du système financier et la croissance économique n'identifie pas la direction de causalité.

King et Levine (1993a, 1993b, 1993c), tout en voulant remédier à ces faiblesses, ont étudié 80 pays sur une période allant de 1960 à 1989, et ont examiné systématiquement l'ensemble des facteurs financiers susceptibles d'affecter la croissance à long terme. Il ressort de l'ensemble de ces études que les meilleurs indicateurs pour mesurer le "niveau de développement financier" sont : i) le ratio de liquidité, qui mesure la dimension des intermédiaires financiers à travers le volume des engagements liquides (monnaie, dépôts à vue et dépôts à terme des intermédiaires financiers bancaires et non bancaires du système financier) divisé par le PIB ; ii) le ratio du crédit bancaire accordé par les banques commerciales sur l'ensemble du crédit bancaire domestique, y compris celui de la Banque centrale (l'idée sous jacente étant que les banques sont plus à même de remplir les fonctions bancaires que l'Institut d'émission) ; iii) la part du crédit bancaire allouée aux entreprises privées par rapport à l'ensemble du crédit domestique (à l'exclusion des crédits aux banques) ; iv) la part du crédit accordé aux entreprises privées par rapport au PIB. Les deux dernières mesures concernent donc l'allocation du crédit. Les systèmes financiers qui allouent davantage de crédits aux entreprises privées sont sensés être plus impliqués dans le développement. Les auteurs trouvent une corrélation robuste entre le degré de développement financier et la croissance, l'investissement et l'efficacité du capital.

Le développement financier peut également être lié au développement des marchés financiers. Atje et Jovanovic (1993), à partir d'une étude portant sur un échantillon de 75 pays, concluent à l'influence positive des marchés financiers sur la croissance. En revanche, il ressort que le développement du marché des titres ne contribue fortement à la croissance économique que si l'on contrôle la variance des cours boursiers (Laroche et al., 1995). De nombreuses autres études empiriques

(Polak, 1989 ; Patrick, 1996 ; Demirguç-Kunt et Levine, 1996) confirment ce lien entre développement financier et croissance.

1.3. Les faiblesses des analyses de la relation entre développement financier et croissance économique

Dans la plupart des études empiriques, la relation de causalité n'est pas clairement mise en évidence. La disponibilité accrue de ressources financières stimule la croissance et la demande générée par celle-ci, en augmentant les revenus et l'épargne favorise en retour le développement du système financier⁵.

Contrairement aux analyses basées sur la croissance endogène qui suggèrent une influence causale du développement financier sur la croissance, les analyses traditionnelles insistent plutôt sur le rôle passif du système financier, qui s'adapte aux besoins du financement du secteur réel de l'économie et accommode le développement autonome de celui-ci. Ce développement financier "induit par la demande" conduit à un élargissement continu des marchés et une différenciation croissante des produits qui exigent une diversification plus efficace des risques et une meilleure maîtrise des coûts des transactions. Ainsi, ce type de développement financier joue un rôle permissif dans le processus de croissance.

En revanche, le développement financier "entraînant l'offre" précède la demande pour les services financiers et peut exercer un impact autonome sur la croissance ; son rôle est notamment de mobiliser les ressources bloquées dans le secteur traditionnel, de les transférer au secteur moderne qui peut promouvoir la croissance et d'assurer leur affectation aux projets les plus performants. Selon Patrick Hugh (1966), le développement financier "entraînant l'offre" est prédominant pendant les phases initiales du développement économique, puisqu'il permet notamment de financer efficacement des investissements qui incorporent des innovations technologiques. Lorsque le processus de développement économique arrive à maturité, le développement financier "induit par la demande" devient dominant. Cependant, cette "causalité séquentielle" n'est vérifiée que lorsqu'on utilise un indicateur de monétisation au sens étroit (M1) et non lorsque le

⁵ Pour Jung (1986), le développement financier influencerait la croissance au cours des premiers stades du développement économique, mais le sens de causalité s'inverserait par la suite. Ce qui rejoint les vues du FMI (1996) selon lequel "le niveau initial du développement financier influence le niveau ultérieur de la croissance".

ratio d'actifs liquides au sens large (M2/PIB) est utilisé comme indicateur de développement financier (Jung, 1986).

Par ailleurs, comme le suggère Levine (1992), cette "causalité séquentielle" suppose que la croissance réelle permette au système financier d'accomplir sa propre évolution autonome, dans la mesure où l'augmentation de revenu réel offre les moyens de mise en place de relations d'intermédiation financière coûteuses et de plus en plus sophistiquées. En d'autres termes, la croissance économique rend le développement des systèmes d'intermédiation profitable et, en même temps, la mise en place de ces derniers permet d'accélérer la croissance du secteur et la transformation structurelle de l'économie. Ainsi, ce n'est qu'après avoir franchi certains seuils de revenu par habitant que l'économie choisira de développer les différents types de systèmes d'intermédiation et qu'elle pourra bénéficier de leur effet positif sur la croissance. La contribution du développement du système financier à la croissance s'exerce donc à travers des discontinuités et des effets de seuil (Berthélemy et Varoudakis, 1998).

Il est net que les études empiriques ne résolvent pas complètement la question de la causalité. Le développement financier peut prédire la croissance parce que les systèmes financiers se développent tout simplement suite à une anticipation de la croissance économique future. En outre, les systèmes politiques, les traditions légales (Laporta et al., 1996), ou le cadre institutionnel (Engermant et Sokoloff, 1996 ; North, 1981) peuvent jouer un rôle important dans le développement financier et économique. Les changements dans les télécommunications, l'informatique, et les politiques sectorielles, influencent la qualité et la structure des institutions du système financier (Merton, 1992). Il est extrêmement difficile d'isoler l'importance de ces éléments et de tout autre facteur dans le processus de croissance économique. Par conséquent, toute déclaration au sujet de la causalité est pour une grande part non conclusive et qui plus est, spécifiquement rivée à des périodes et à des pays particuliers.

1.4. Niveaux de développement financier et croissance dans les pays de la Méditerranée

1.4.1. Le potentiel financier des pays méditerranéens

Sur la période 1980-1995, la croissance des pays de la Méditerranée est plus faible que des pays d'Asie et d'autres pays en développement (Chili, Argentine...). Pris dans leur ensemble, les pays de la Méditerranée sont également le groupe de pays qui connaît la plus forte baisse du taux d'épargne et d'investissement sur

l'ensemble de la période. Ces pays, dont la croissance des années soixante-dix reposait en grande partie sur l'endettement, ont subi gravement le retournement des conditions financières internationales, et ont dû comprimer la demande interne. Cet ajustement s'est effectué dans certains pays méditerranéens au détriment de l'investissement (CEPII, 1992).

L'ajustement le plus positif s'est produit en Turquie : la réduction du taux d'investissement, lors de la période de stabilisation du début des années quatre-vingt, est resté minime. Par la suite, taux d'investissement et taux d'épargne ont progressé. Ce dernier reste, en dépit d'un léger recul en fin de période, de 4 à 5 points supérieur aux taux des années antérieures à l'ajustement. Cependant, les dérapages intervenus au niveau des finances publiques constituent une limite importante à la qualité de l'ajustement.

L'évolution la moins favorable est celle qui s'observe en Tunisie. L'ajustement s'est fait uniquement par baisse de l'investissement des entreprises (privées et publiques). Le taux d'investissement, qui atteignait 32 % au début des années quatre-vingt, est tombé à 28,4 % en 1995. La légère reprise ultérieure – essentiellement du fait des entreprises privées – ne s'est accompagnée que d'une très faible remontée du taux d'épargne national qui reste en deçà des niveaux atteints dans le passé.

Le Maroc présente un bilan plus positif du côté de l'épargne. Les taux d'épargne se situent au début des années quatre-vingt-dix à des niveaux sensiblement supérieurs à ceux des années ayant précédé l'ajustement. Cependant, l'ajustement marocain a aussi porté sur l'investissement. La baisse s'est produite dans le secteur public, d'abord essentiellement dans l'administration centrale, puis dans les entreprises. Le relais pris par l'investissement privé en fin de période reste trop faible pour faire décoller l'investissement marocain du niveau de 22% où il paraît installé depuis des années quatre-vingt.

Tableau n° 1 : Niveaux d'épargne, d'investissement et de revenu (moyenne sur la période 1990-1995, % du PIB)

	Taux d'investissement	Taux d'épargne	PNB en \$ par habitant 1995
Egypte	18.5	17.8	790
Maroc	22.6	19.8	1110
Jordanie	27.8	11.8	1510
Tunisie	28.4	20.8	1860

Turquie	23.9	24.8	2780
Israël	21.6	19.5	15056

Sources : Banques Mondiale, Rapport annuel, 1996 ; Banque Mondiale, "Trends in Developing Economies", 1996 ; F.M.I., Statistiques financières internationales, 1997.

La crise financière qu'a connue l'Egypte en 1987 s'est prolongée jusqu'à la crise du Golfe. Sauvée par l'afflux de l'aide extérieure et les annulations de dettes, l'Egypte a depuis renoué avec les équilibres macro-économiques. Mais cet assainissement "comptable" s'est réalisé au prix d'une dégradation du niveau de vie de la population.

1.4.2. Le niveau de développement de la sphère bancaire en Méditerranée

Le tableau n° 2 mesure le degré de développement de la sphère bancaire en rapportant le volume d'actifs bancaires au PIB. Cette mesure du degré de développement de la sphère bancaire, qui est de l'ordre 1,7 dans les pays riches, soit plus le double de la moyenne des pays méditerranéens, indique que la plupart des ces derniers ont un certain retard. Israël et la Jordanie sont les deux pays où le système bancaire semble être le plus développé.

Si on rapproche le tableau n° 1 du tableau n° 2, on constate que l'Egypte et la Jordanie ont un système bancaire relativement développé, compte tenu de leur niveau de revenu. A ces deux exceptions près, le niveau de développement du secteur financier reflète plutôt bien les niveaux de revenu, davantage que les taux d'épargne et d'investissement, variables avec lesquelles la corrélation semble moins évidente.

Cependant, dans tous ces pays, le niveau de développement des circuits financiers reste faible. En l'absence de législation et de sociétés de crédit à la consommation, les commerçants et les employeurs ont offerts des crédits, parfois sur trois ou quatre ans, à des taux exorbitants. La surconsommation est ainsi financée par un endettement de plus en plus important : certaines banques méditerranéennes ont vu le volume de leurs traites augmenter de plus de 30 % ces deux dernières années. Et la multiplication des défauts de remboursement fragilise le système bancaire de certains pays déjà en mauvaise posture.

Tableau n°2 : Actifs bancaires sur PIB, 1995

Egypte	Maroc	Jordanie	Tunisie	Turquie	Israël	Moyenne
1	0.53	1,5	0,61	0.42	1.2	0.81

Sources : Calculs à partir des statistiques de *The Banker* (septembre et octobre 1996 et 1997) et des *Statistiques Financières Internationales* du FMI.

1.4.3. Indicateurs des systèmes financiers et croissance

Nous avons repris, pour les six pays de la Méditerranée considérés, les quatre indicateurs financiers utilisé par King et Levine (cf. tableau n° 3). On constate que le degré de développement de la sphère financière dans ces pays est souvent important, mais qu'il n'est pas pleinement exploité. En effet, la lecture de ce tableau révèle que :

- Les habitants de la Méditerranée détiennent en moyenne 48,2 % de leurs revenus sous forme d'actifs liquides, contre 67 % dans les pays riches et 36 % dans les pays en développement. Seuls deux pays (la Turquie et la Tunisie) semblent accuser un certain retard par rapport aux autres pays les plus avancés du groupe.

- La deuxième colonne indique qu'entre 1990-95, plus de deux tiers des crédits bancaires proviennent des Banques commerciales. Ce taux est de l'ordre de 90 % dans les pays riches et 77 % dans les pays en développement.

- La troisième colonne montre qu'une majorité croissante des crédits s'oriente vers le secteur privé. Cette part est de l'ordre de 71 % dans les pays riches et 58 % dans les pays en développement. Seule l'Egypte semble enregistrer un retard significatif par rapport aux autres pays. D'autres ont réalisé des progrès très importants. A titre d'exemple, en Turquie cette part est passée de 50 % dans les années soixante-dix à 90 % environ dans les années quatre-vingt-dix.

- En revanche, si l'on regarde la dernière colonne, le ratio des crédits privés dans le PIB est très faible. Ce ratio est de l'ordre de 53 % dans les pays riches et 35 % dans les pays en développement. La moitié des pays méditerranéens font moins bien que la moyenne de ces derniers. En Egypte, Maroc et Turquie, le crédit au secteur privé est ainsi sous-développé, en grande partie du fait du sous-développement du secteur privé lui-même. Les chiffres plus élevés observés en Jordanie, en Tunisie et en Israël confirment l'avance de ces pays en terme de privatisation.

**Tableau n° 3 : Niveaux de développement financier
(moyenne sur la période 1990-1995, %)**

	$\frac{M_2}{PIB}$	$\frac{Cr\grave{d}. \text{banc. com.}}{Cr\grave{d} \text{ dit dom.}}$	$\frac{Cr\grave{d} \text{ dit priv}\acute{e}}{\text{Total cr}\acute{d} \text{ dit}}$	$\frac{Cr\grave{d} \text{ dit priv}\acute{e}}{PIB}$
Egypte	84.4	62	33.5	23.4
Maroc	60.4	80.8	51.1	23.3
Jordanie	117	76.8	68.8	64.7

Tunisie	45.1	98.5	91.2	53.1
Turquie	27.8	84.5	89.4	17.8
Israël	70.5	94	67.1	62
Ensemble	48.2	71.1	62.3	33.5

Sources : calculs à partir de FMI, *Statistiques Financières Internationales* ; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 1996 ; OCDE, *Indicateurs économiques à court terme, Economie en transition*.

Tableau n° 4 : Corrélation entre indicateurs financiers et taux de croissance du PIB réel/hab. en \$ en Turquie (sur la période 1970-1996)

$\frac{M_2}{\text{PIB}}$	$\frac{\text{Cr}^\text{d. banc. com.}}{\text{Cr}^\text{dit dom.}}$	$\frac{\text{Cr}^\text{dit priv}^\text{'}}{\text{Total cr}^\text{dit}}$	$\frac{\text{Cr}^\text{dit priv}^\text{'}}{\text{PIB}}$
0,523 (p = 0,005)	0,678 (p= 0,000)	0,653 (p= 0,000)	0,089 (p = 0,659)

Corrélation significative à $p < 0,05$

Ne disposant pas de séries suffisamment longues et fiables pour tous les pays de notre échantillon, nous avons tenté une étude de corrélation simple entre les indicateurs financiers et la croissance pour le seul cas de la Turquie. Les corrélations, sur la période 1970-1996, sont données dans le tableau n° 4. Il ressort que le quatrième indicateur, le ratio crédit privé/PIB, ne semble avoir aucune relation avec le revenu par habitant ; les autres indicateurs financiers présentent des relations significatives avec le taux de croissance du PIB réel par habitant.

Le fait que, globalement, les pays de la Méditerranée connaissent des indicateurs de développement financier relativement élevés, mais des taux de croissance, d'investissement et d'épargne comparativement plus faibles que dans d'autres zones, peut suggérer l'existence d'un certain nombre d'inefficiences au sein de la sphère financière.

2. EFFICIENCE DU SECTEUR FINANCIER ET CROISSANCE

La plupart des études, théoriques comme empiriques, qui montrent le rôle primordial du secteur financier dans la croissance, concluent que le développement inadéquat du système financier peut constituer un obstacle à la croissance et que sa réforme, consistant à développer des mécanismes de marché, doit être considérée

comme prioritaire. Ces travaux ont été à la base de la vague de la libéralisation financière en Amérique latine et dans d'autres pays en développement dans les années soixante-dix. Les chocs extérieurs auxquels ont été soumis les pays de la Méditerranée au début des années quatre-vingt (bouversements des conditions financières internationales et des termes de l'échange) ont donné une certaine impulsion à des réformes de leurs structures financières. Pour l'heure, ces systèmes financiers n'apparaissent pas totalement libéralisés, bien que quelques pays soient nettement plus avancés que d'autres.

Avant de faire le point sur les libéralisations financières déjà engagées dans les pays de la Méditerranée, il faut rappeler d'abord l'essentiel des analyses théoriques et empiriques de la relation entre libéralisation financière et croissance économique. On explicitera ensuite les objectifs et les moyens susceptibles de réduire les risques et favoriser la croissance en Méditerranée.

2.1. Libéralisation financière et croissance économique

Le lien entre finance et croissance économique renvoie à la question de la répression financière. Selon ces analyses, le maintien de taux d'intérêt bas et plus généralement l'ensemble des interventions publiques visant à réprimer l'activité bancaire ne permettent pas d'atteindre le taux de croissance optimal de l'économie.

2.1.1. La répression financière : les analyses théoriques

La notion d'"économies financièrement réprimées" a été introduite par McKinnon (1973) et Shaw (1973) pour caractériser des pays, en développement en l'occurrence, dans lesquels le gouvernement contrôle le système bancaire et joue un rôle important dans l'allocation du crédit, par l'intermédiaire du maintien de taux d'intérêt négatifs en termes réels, de taux bonifiés pour les secteurs prioritaires, et de réserves obligatoires élevées. A travers l'utilisation de ces instruments, les autorités monétaires perturbent les prix relatifs et l'allocation des ressources. C'est ce qui fera dire à King et Levine (1993c) que "la répression financière réduit les services fournis par le système financier aux épargnants, entrepreneurs et producteurs : elle étouffe, de ce fait l'activité novatrice et ralentit la croissance économique".

La libéralisation du système financier doit tout d'abord favoriser le niveau d'épargne, en élargissant l'offre d'instruments d'épargne et en augmentant le rendement anticipé à travers des taux d'intérêt réels plus élevés. Le taux d'intérêt

débiteur qui maximise la croissance est le taux d'équilibre du marché concurrentiel. Ce taux d'équilibre est atteint en libérant le taux créditeur, en payant un taux de marché sur les réserves obligatoires ou en les supprimant, et par la diminution du taux d'inflation (McKinnon, 1973 ; Shaw, 1973). Atteindre ce taux d'intérêt d'équilibre permet d'accroître les ressources dont peut disposer le secteur financier, car la rémunération compétitive des dépôts bancaires réduit l'incitation à la consommation courante et attire l'épargne qui échappait auparavant au secteur formel.

Les partisans de la libéralisation financière montrent que celle-ci a également un effet sur l'efficacité de l'investissement. Pour McKinnon, dans une économie financièrement réprimée, la tendance est forte de financer les investissements qui rapportent un rendement à peine supérieur au plafond du taux de crédit. Ce plafond décourage la prise de risque de la part des intermédiaires financiers et élimine des investissements à fort rendement potentiel. Shaw (1973) montre que les plafonds de taux aggravent l'aversion pour le risque et la préférence pour la liquidité des intermédiaires financiers. Les banques privilégient les emprunteurs non risqués, à réputation bien établie, et ne sont pas incitées à exploiter des occasions nouvelles de prêts plus risqués. Par contre, quand le taux est à l'équilibre, les intermédiaires financiers peuvent utiliser leurs compétences pour allouer de manière efficace un plus grand volume de fonds à investir.

En outre, dans un système réprimé, la distribution d'un flux tronqué de prêts bancaires, ainsi que les taux d'intérêt, varient de manière arbitraire d'une classe d'emprunteurs favorisée à une autre. Les banques, face au plafond des taux, rationnent le crédit sur une base autre que le prix. Le crédit est alors alloué sur la base de motifs tels que le "nom" de l'emprunteur, sa position politique ou ses liens avec la banque, et non à partir de la productivité anticipée du projet d'investissement (Fry, 1988).

La répression financière a été peu formalisée dans les modèles de croissance endogène. Roubini et Sala-i-Martin (1992) et De Gregorio (1993) utilisent l'inflation comme manifestation de la répression financière car elle constitue une taxe sur les détenteurs de monnaie. De Gregorio montre que l'inflation, liée au problème de financement du déficit budgétaire, réduit l'incitation à investir et ainsi la croissance à long terme. Roubini et Sala-i-Martin n'étudient pas réellement la répression financière mais les motifs de cette répression. Ils s'appuient sur les hypothèses suivantes : i) le développement financier (défini comme la diminution de coût de conversion d'un actif non-liquide en actif liquide) améliore la croissance

de long-terme de l'économie grâce à l'augmentation de la productivité marginale de l'investissement qu'il génère ; ii) le gouvernement peut voir dans la répression financière un moyen privilégié d'accès à des ressources bon marché (via la perception d'un seigneurage). Il peut donc avoir intérêt à empêcher le développement du secteur financier dans la mesure où celui-ci rend la perception de l'impôt d'inflation plus difficile. Des études empiriques ont cherché à confirmer ces hypothèses.

2.1.2. La répression financière : les principaux travaux empiriques

Fischer (1993) établit une relation négative entre la croissance, l'inflation pris comme un indicateur de répression financière, et le déficit budgétaire. De Gregorio et Guidotti (1995) trouvent pour l'Amérique Latine une corrélation négative et significative entre une mesure de l'intermédiation financière (définie par le ratio crédits alloués au secteur privé sur PIB) et la croissance économique des pays de la région. Ceci est expliqué par les conditions dans lesquelles les libéralisations financières ont eu lieu, s'achevant dans certains cas par des crises financières importantes comme par exemple en Argentine, Chili et Uruguay au début des années quatre-vingt (Diaz-Alejandro, 1985). De Gregorio (1992b, 1993) met également en évidence, pour les mêmes pays du Sud de l'Amérique, l'existence d'un lien négatif entre le niveau de l'inflation et la croissance. Roubini et Sala-i-Martin (1992) trouvent quant à eux, une corrélation négative entre le taux de réserves bancaires, qui indique l'existence d'une répression financière, et la croissance.

De manière générale, ces études font apparaître que nous n'avons pas une connaissance suffisamment rigoureuse de l'émergence du développement financier et des implications économiques des différentes structures financières.

Si des gains de croissance peuvent être attendus de la réalisation des ressources financières de façon ponctuelle, rien ne permet de penser que la libéralisation financière renforcera le taux de croissance à moyen et à long termes (Lucas, 1989 ; Krugman, 1989). La libéralisation financière de la même façon n'entraîne pas ipso facto la hausse du taux d'investissement. Si les arguments en ce sens de McKinnon-Shaw qui soulignent la complémentarité de la monnaie, du capital et de l'effet bénéfique de la libéralisation financière sur l'investissement ont un certain attrait, il reste qu'au bout du compte, l'investissement dans une économie dépend de la somme de ses emprunts nets et de son épargne domestique. Or la première source (emprunts) est dans les conditions d'aujourd'hui largement

exogène (Rodrik, 1990) ; quant à l'épargne, l'effet de l'accroissement du taux d'intérêt réel reste indéterminé en absence d'éléments concrets permettant de montrer statistiquement l'existence d'une réelle élasticité positive du taux d'intérêt (Buffie, 1984 ; Dornbush et Reynoso, 1989 ; Therbton, 1991 et 1994).

2.1.3. Les faiblesses de la relation entre libéralisation financière et croissance économique

Comme le soulignent Dornbush et Reynoso (1989), l'approche de l'école de la répression financière utilise largement un "paradigme". Une économie financièrement réprimée se caractériserait par le fait que "les canaux d'épargne sont souvent sous-développés et/ou le rendement de l'épargne est négatif et instable ; les intermédiaires financiers qui collectent l'épargne n'assurent pas une allocation optimale de celle-ci grâce à des moyens compétitifs ; les entreprises sont découragées à investir parce que de mauvaises politiques financières réduisent les rendements ou les rendent excessivement instables" (p. 204). Libérer les marchés financiers, c'est donc permettre la croissance de l'investissement et donc favoriser le développement. Pourtant, comme le soulignent les deux auteurs, "le paradigme de la répression financière semble constituer, par certains aspects, (...), une parcelle de vérité...mais aussi une vaste exagération" (op. cité, p. 205). Il convient donc de revisiter un certain nombre de relations-clés qui fondent l'approche de McKinnon-Shaw.

En premier lieu, l'ensemble de la théorie de la libéralisation 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 de 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 développement que l'augmentation de sa rémunération ne peut avoir qu'un effet positif sur celle-ci.

En second lieu, l'approche de McKinnon-Shaw est fondée sur l'hypothèse implicite que le marché financier est un marché parfait. Stiglitz et Weiss (1981) ont montré qu'il pouvait exister un rationnement du crédit, même sur des marchés compétitifs du crédit. Cela implique que la libéralisation financière pourrait s'avérer, par essence, inefficace compte tenu des imperfections du marché du crédit. Sur ces marchés, il existe un risque, variable d'un prêt à l'autre. Cette variabilité des risques 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. Ce comportement peut avoir deux conséquences majeures : i) les entreprises vont alors privilégier des projets plus risqués compte tenu du niveau élevé des taux d'intérêt ; ii) la banque va plutôt attirer de mauvais emprunteurs qui, compte tenu du niveau élevé des taux d'intérêt, seront relativement peu sensibles à ne pas honorer leurs charges de crédit.

Cho (1986), lui aussi, souligne l'importance des problèmes informationnels sur les marchés de crédit : "les régimes seuls d'intérêt libre ne sont pas suffisants pour assurer une allocation optimale complète du capital lorsqu'il existe des imperfections d'information. Les banques vont éviter de financer de nouveaux groupes d'emprunteurs productifs parce qu'ils seront perçus comme trop risqués, et cela même si les banques sont neutres au risque ou qu'il n'existe pas d'administration des taux d'intérêt" (p. 196-197). En d'autres termes, l'allocation du crédit ou l'existence de banques d'Etat d'investissement, loin d'avoir une influence perturbante sur le marché, pourraient être une réponse aux imperfections du marché.

En troisième lieu, une série de problèmes se pose en ce qui concerne la hausse des taux d'intérêt qui est à la base de toute politique d'ouverture internationale et de libéralisation financière dans les pays en développement. Cette hausse s'effectue généralement d'une manière tempérée dans les pays qui ont libéralisé leurs systèmes financiers d'une manière progressive et dans des conditions de croissance et de stabilité macro-économiques. Par contre, la hausse peut être brutale si la libéralisation financière s'effectue dans le contexte d'une politique monétaire restrictive visant à maîtriser l'inflation et dans le cadre d'une réglementation prudentielle faible. La déréglementation et la privatisation du système bancaire confèrent aux banques une marge de manoeuvre excessive en matière de prêts, dans un contexte d'évaluation inadéquate des risques en raison de l'absence d'un système efficace de supervision (Corto, 1985 ; Diaz-Alejandro, 1985 ; McKinnon, 1988).

Enfin la libéralisation financière peut également mettre en danger les réformes structurelles. La hausse des taux d'intérêt augmente les coûts qui affectent déjà les entreprises alors qu'elles s'efforcent de s'ajuster aux nouvelles conditions de prix relatifs. Les firmes qui doivent s'ajuster à la libéralisation des échanges ou

aux dévaluations, dans un environnement de demande domestique déprimée, ont besoin de crédits à des taux favorables. Avec les taux élevés, les complications dans les secteurs réels et financiers commencent ; les refinancements de prêts se faisant à des conditions chaque fois plus onéreuses avec à terme un secteur bancaire de plus en plus insolvable comme cela a été observé en Corée du Sud et en Turquie (Atiyas, 1991) mais également en Nouvelle Zélande. La financiarisation est dans ce cas le symptôme d'une détérioration des finances des entreprises et du secteur public qui s'endettent non pour financer des investissements, mais pour honorer des charges d'intérêt accrues.

L'expérience ultralibérale du Chili sous Pinochet mérite dans ce contexte d'être soulignée. La particularité du schéma fut la suivante : la réduction au maximum du rôle de l'Etat non seulement en termes de régulation mais aussi en termes de contrôles traditionnels ainsi que pour la promotion des investissements, la libéralisation totale du commerce extérieur, la libéralisation totale des taux d'intérêt et l'encouragement à l'expansion rapide d'institutions financières en mesure d'opérer sur le marché à court terme afin d'accompagner l'ouverture sur l'économie mondiale. Dans ce schéma, les bénéfices vont au secteur financier, en l'absence de tout rôle de l'Etat, la place de ce dernier étant remplie par les groupes financiers eux-mêmes et la bourse. En l'absence notamment d'investissement public, les opportunités d'investissement ne tardèrent pas à décliner, déclin d'autant plus fort que l'incertitude alla croissante avec l'effacement de l'Etat. La hausse considérable des taux d'intérêt signifia le renchérissement important des investissements nouveaux et la réduction équivalente de la gamme des projets rentables. Ainsi étaient créées des conditions favorables à un boom financier puis son crash⁶. C'est ce que Villaréal (1990) a appelé la "trappe financière" de la libéralisation face à la stagnation du secteur productif ; le secteur financier est conduit à utiliser pour lui-même les ressources productives. D'où une spéculation considérable sur les titres financiers et les valeurs ainsi que dans l'immobilier (Munoz Goma, 1986). "Les firmes industrielles divertissent leurs ressources productives vers ce type d'investissement ce qui renforce encore l'envolée des taux d'intérêt. D'où une contraction encore plus forte du secteur productif car même dans les sous-secteurs rentables, la rentabilité ne peut rivaliser avec celle du secteur" (Corbo et Melo, 1987 ; Villareal, 1990). Ainsi, une libéralisation

⁶ Alejandro (1985) évoquant à cet égard l'expérience latino-américaine l'a ainsi résumée : "au revoir la répression financière, bonjour le crash financier", expérience répétée depuis dans d'autres continents.

financière incontrôlée peut-elle détruire de nombreuses activités à court terme notamment dans l'industrie sans savoir quelles alternatives émergeront au-delà.

Par contre les libéralisations financières partielles de la Corée du Sud et de Taiwan ont été couronnées de succès. Park (1993) consacre une longue étude à ces deux pays qui ont entrepris une libéralisation financière tardive dans les années quatre-vingt. Malgré un système financier réprimé, les deux pays ont connu une croissance économique exceptionnelle. Comme le souligne Park "au moins au niveau macro-économique, la répression financière et l'isolement financier ne semblent avoir interféré ni avec l'expansion financière mesurée par un certain nombre de ratios d'actifs financiers par rapport au PNB, ni avec la croissance du PNB" (op. cité., p. 122). Même aujourd'hui, après une quinzaine d'années de libéralisation, les gouvernements de ces pays conservent encore une faculté potentielle de contrôle des marchés financiers, et notamment des taux d'intérêt, très importante.

Reste à savoir pourquoi la libéralisation financière de ces pays ne s'est pas traduite, comme au Chili, par un véritable chaos financier. Cela tient certainement à deux facteurs. D'une part, la libéralisation n'est intervenue que très tardivement, dans un environnement économique intérieur stable. En fait, il s'agissait plus de donner à l'économie réelle un secteur financier digne de son niveau de développement que de permettre la croissance économique grâce à un développement "ex nihilo" du secteur financier. D'autre part, les deux pays ont choisi une libéralisation partielle : ils ont privilégié la libéralisation financière intérieure en interdisant les entrées de capitaux étrangers qui auraient pu venir annuler les effets positifs de la levée d'une partie des contraintes sur le secteur financier.

Alors, que reste-t-il de la libéralisation financière ? L'idée que le développement financier peut permettre le développement économique à la condition qu'un certain nombre de conditions initiales soient réunies. Ces conditions préalables sont essentiellement au nombre de deux : un environnement macro-économique stable et une surveillance adéquate du secteur bancaire. La première condition suppose des déficits gouvernementaux et extérieurs raisonnables et un faible taux d'inflation. Quand à la surveillance du système bancaire, elle vise à empêcher les banques de succomber à la tentation d'une gestion risquée lorsqu'elles évoluent dans un environnement moins réglementé (c'est le non respect de cette condition qui explique en partie la crise asiatique de ces dernières années). L'idée aussi que, le développement du secteur financier

puisse être le moyen privilégié de réduire le seigneurage de l'Etat ce qui permettrait d'accroître le bien-être des agents.

2.2. Etat des lieux de la répression et de la libéralisation du secteur financier dans les économies méditerranéennes

De façon générale, les pays méditerranéens émergents présentent des caractéristiques communes en matière de croissance économique, de réglementation et de libéralisation financière. Nous avons essayé d'appréhender le degré de répression et de libéralisation des systèmes financiers dans les pays de la Méditerranée à partir d'une grille de lecture commune, afin de préciser les liens entre financement et développement économique, les réformes structurelles et les politiques à envisager.

Une distinction utile entre système financier réglementé et système libéralisé a été proposée par Germidis, Kessler et Meghir (1991). Elle oppose un système financier réprimé dans lequel le gouvernement contrôle l'allocation des ressources, directement ou indirectement, à un système "libéralisé", caractérisé par la prédominance des forces de marché pour l'octroi de financement et la fixation des prix.

2.2.1. Essai de typologie du niveau de répression financière

Pour simplifier l'analyse et essayer de situer le degré de répression financière dans les pays de la Méditerranée, nous avons choisi quatre critères de distinction parmi ceux proposés par Germidis, Kessler et Meghir. Les deux premiers critères concernent l'aspect institutionnel et portent sur la concentration bancaire et le rôle du Trésor, et les deux autres concernent les "forces du marché", qui sont représentées par le niveau des taux d'intérêt réels et l'importance des marchés financiers⁷.

⁷ D'autres critères de répression financière pourraient être considérés. La Turquie constitue le cas exemplaire à cet égard dans la région. Durant les années soixante-dix, dans ce pays, les trois quarts environ des fonds avancés par le système financier intérieur l'ont été sur instruction des pouvoirs publics ou à des taux d'intérêt préférentiels ou les deux à la fois. Les emprunteurs ainsi privilégiés étaient les administrations publiques, les entreprises d'Etat, les agriculteurs et les exportateurs. Les banques étaient en outre tenues d'affecter 20 % de leurs dépôts à l'octroi de crédits à moyen et long termes. Aujourd'hui, en Turquie, le système bancaire nationalisé a peu d'autonomie par rapport au

Le premier critère, d'ordre institutionnel, concerne la régulation de la concurrence bancaire : il représente la part des cinq plus grandes banques dans le montant total des actifs bancaires. Le tableau n° 5 résume la distribution des actifs bancaires entre banques et montre que le système bancaire dans les pays méditerranéens est assez concentré, et ce, dans tous les pays étudiés.

Tableau n° 5 : Part des cinq plus grandes banques dans le montant total des actifs bancaires, en %, 1995

Egypte	Maroc	Jordanie	Tunisie	Turquie	Israël
68	71	63	74	68	93

Sources : Calculs à partir des données statistiques de *The Banker*, 1996 et d'*Euromoney*, 1997.

Le deuxième critère institutionnel concerne la place du Trésor dans le financement, en terme d'éviction financière, et est directement lié à l'ampleur des déficits budgétaires. Les pays dans lesquels l'éviction financière est la plus forte aujourd'hui sont ceux dont les structures institutionnelles ont été marquées par une stratégie de développement basée dans les années soixante-dix sur la forte présence du secteur public et plus généralement sur le contrôle par l'Etat de la plus grande partie de l'activité économique et financière.

Tableau n° 6 : Part des créances nettes des administrations publiques dans le crédit interne, %, 1995

Egypte	Maroc	Jordanie	Tunisie	Turquie	Israël
42	47	22	9	33	28

Sources : Calculs à partir des *Statistiques Financières Internationales* du FMI.

Les deux derniers critères permettant d'analyser le degré de répression financière concernent les "forces du marché". Le niveau des taux d'intérêt réels est un de ces indicateurs. Le tableau n° 7 montre que peu de pays connaissent des taux réels fortement négatifs. Ceci doit être rapproché du niveau relativement faible d'inflation observé dans beaucoup de ces pays. Les pays qui ont libéralisés en partie leur taux d'intérêt connaissent parfois des taux d'intérêt réels relativement élevés.

gouvernement. Les banques peuvent être obligées de financer gratuitement ou d'accorder des crédits à des taux bonifiés au gouvernement ou aux entreprises du secteur public.

**Tableau n° 7 : Niveau des taux d'intérêt réels sur dépôts
(%, taux moyens sur la période 1990-1995)**

Egypte	Maroc	Jordanie	Tunisie	Turquie	Israël
- 1.5	1.9	- 1.2	5.2	4.5	- 0.6

Sources : Calculs à partir des Statistiques Financières Internationales du FMI.

La libéralisation financière adoptée dès début des années quatre-vingt en Turquie avait comme objectif de libérer les taux d'intérêt et de développer les marchés des capitaux pour aboutir à une distribution du crédit plus efficiente. Il s'agissait d'accroître les ressources du secteur financier par une meilleure rémunération des dépôts bancaires en attirant ainsi l'épargne qui échappait auparavant au secteur formel. Le rétablissement des taux d'intérêt réels positifs devait également inciter les emprunteurs à investir dans des activités plus productives, améliorant donc la productivité de l'ensemble de l'économie. Aujourd'hui les taux d'intérêts sont très élevés dans ce pays et la priorité du gouvernement est "avant tout, de combattre l'inflation"⁸.

La première phase du programme de réformes engagé par le gouvernement égyptien au début des années quatre-vingt-dix, prévoyait un contrôle monétaire serré, la libéralisation des taux de change et la dérégulation des prix. Depuis, les taux créditeurs et débiteurs des banques sont libéralisés, à l'exception d'un taux plancher de 12 % pour les dépôts à trois mois. Ce plan a permis la baisse continue et spectaculaire de l'inflation. La deuxième phase avait pour objectif de déréguler

⁸ L'économie turque fonctionne avec des rythmes de hausse des prix qui feraient frémir les autorités monétaires occidentales. En Turquie, l'inflation se situait en janvier 1999, à 66 % en glissement annuel (contre plus de 100 % un an auparavant). Ce problème manifeste depuis une vingtaine d'années a, en partie, pour origine un déséquilibre des finances publiques. Toutefois, un programme de stabilisation mis en oeuvre depuis 1996 a permis de légèrement réduire le déficit budgétaire, de 7,8 % à 7,2 %, du PIB de 1997 à 1998. On peut constater, toutefois, dans ce pays que le taux d'inflation ou la croissance de la masse monétaire sont nettement supérieurs à ce que laisserait supposer l'état des finances publiques. Une des explications vient de ce que l'on appelle les activités quasi fiscales du système financier. Elles consistent en des actions menées par la Banque centrale ou le système bancaire pour le compte du gouvernement avec comme unique objectif la création de recettes budgétaires supplémentaires. La plus classique de ces fonctions consiste à financer le déficit budgétaire par la création de liquidités. Or cette création de liquidités conduit à une accélération de l'inflation. Dans ce pays, la lutte contre l'inflation passe donc avant tout par un réforme de secteur public et une véritable réforme fiscale visant à augmenter les recettes de l'Etat.

d'avantage les marchés et de mettre en oeuvre une réforme des secteurs publics et privé⁹.

En Jordanie, le panorama est plus différent. La mise en place du programme d'ajustement structurel sous les auspices du FMI et de la Banque Mondiale s'est traduite par d'indéniables résultats : l'endettement extérieur a été réduit, les déficits budgétaires ont été contrôlés, sinon éradiqués, la monnaie s'est stabilisée par rapport au dollar et l'inflation a fortement reculé. Mais ces résultats ont été réalisés au prix de taux d'intérêt élevés, d'un fort chômage, et d'une pauvreté accrue.

Une économie dynamique qui recèle de nombreuses potentialités encore à exploiter : c'est l'image que la Tunisie a réussi à forger à la suite d'un processus de réformes engagé voici une dizaine d'années pour être à même de relever les défis lancés par la mondialisation. Durant la décennie 1987-1997, la croissance en volume s'est élevée à plus de 4 % l'an en moyenne. Dans ce pays aujourd'hui les taux débiteurs sont libres mais les taux créditeurs restent plafonnés (Jbili et al., 1997).

Au Maroc, les résultats sont plus mitigés. Les aléas climatiques ont handicapé les résultats économiques de ces dernières années. Les principales réformes du secteur financier mises en oeuvre à la fin des années quatre-vingt concernent la libéralisation des taux d'intérêt, l'assouplissement des emplois obligatoires, le décloisonnement des ressources de financement et le financement du Trésor par le marché. Les contrôles des taux ont été supprimés début de l'année 1996, sauf sur les dépôts à vue et sur les petits dépôts d'épargne.

Les tableaux n° 8, 9 et 10 font référence aux indicateurs les plus couramment utilisés pour "mesurer" l'activité des marchés financiers et portent respectivement sur : i) la capitalisation boursière, exprimant la taille d'une place boursière, obtenue par le produit de la quantité de titres émis par leur prix observé sur le marché ; ii) le turnover, défini par le rapport entre le montant des transactions et la capitalisation

⁹ Dans le cadre d'une nouvelle vague de privatisations, les autorités égyptiennes ont récemment annoncé que des plans étaient à l'étude pour dénationaliser prochainement l'une des quatre grandes banques publiques que sont la National Bank, Misr Bank, la Banque du Caire et Alexandria Bank. Cette annonce intervient alors que l'Etat égyptien a déjà commencé à lâcher du lest dans le secteur bancaire : dans 23 des 26 banques dans lesquelles il est actionnaire à côté de partenaires privés, le gouvernement a diminué sa participation de 51 % à environ 20 %. Les trois banques restantes devraient d'ailleurs prochainement connaître une évolution comparable.

boursière ; iii) le taux de développement des marchés financiers, mesuré par la part de la capitalisation boursière sur le PIB.

Deux ensembles de marchés boursiers se différencient dans la région : le premier comprenant des bourses dont la taille et la liquidité (turnover) sont importantes (Turquie, Israël, Egypte) et un autre (Jordanie, Maroc et Tunisie) de dimension plus restreinte. Depuis les années quatre-vingt, les problèmes de déficits budgétaires et de remboursement des dettes extérieures ont créé une pénurie des capitaux incitant la plupart des pays de la Méditerranée à développer ces marchés et proposer ainsi, à côté des crédits bancaires, de nouvelles sources de financement à leur économie.

Le marché qui présente la plus forte liquidité de la zone méditerranéenne est la Turquie. La taille de ce marché est également élevée et la taille des sociétés cotées relativement importante. Le marché turc rouvert en 1985 a connu depuis lors une croissance rapide et exceptionnelle. L'activité a su profiter des investissements étrangers dont la progression a été constante grâce à la modernisation du marché en 1993, et à la libre circulation des capitaux étrangers (il n'y a aucune limite sur les mouvements de flux et une garantie totale de rapatriement, qu'il s'agisse du capital ou des revenus)¹⁰.

Tableau n° 8 : Capitalisation boursière (en millions de \$)

	1992	1993	1994	1995	1996
Israël	26 634	50 773	32 730	36 399	35 934
Turquie	9 931	37 496	21 605	20 772	30 020
Egypte	3 259	3 814	4 263	8 088	14 173
Maroc	1 909	2 651	4 376	5 951	8 705
Jordanie	3 3365	4 891	4 594	4 670	4 551
Tunisie	814	956	2 561	3 927	4 263

Tableau n° 9 : Turnover (en %)

	1992	1993	1994	1995	1996
Turquie	82.5	62	100.4	247.4	145

¹⁰, Depuis 1993, des pays comme la Tunisie, l'Egypte ou le Maroc connaissent également un regain d'intérêt des investisseurs étrangers. La libéralisation des mouvements de capitaux et un allègement des contraintes liées à l'IDE ont permis ces dernières années des flux d'investissement vers le Maroc et la Tunisie dans les industries intensives en main d'oeuvre notamment dans le textile et la mécanique (Charfi et Ghorbel, 1997 ; Hattab-Christmann, 1997).

Israël	49.6	59.7	76.7	25.2	22.2
Egypte	6	4.5	17.8	8.4	22.1
Maroc	3.7	18.8	18	40.8	5.9
Jordanie	39.1	28.1	13.6	11	6.5
Tunisie	4	4.8	11.5	16.9	6.6

Source : International Finance Corporation : "Emerging stock markets factbook", 1997.

Tableau n° 10 : Taux de développement des marchés financiers (en %), 1995

Turquie	Israël	Egypte	Maroc	Jordanie	Tunisie
12.2	41.4	17.8	20.1	73.5	24

Source : International Finance Corporation : "Emerging stock markets factbook", 1997.

Israël en revanche est le marché le plus large (plus forte capitalisation boursière), moyennement liquide si on le compare aux pays développés, et offre aux intervenants un ensemble important de sociétés mais de taille plus modeste que les sociétés turques.

L'Egypte est, dans ce premier ensemble, le marché le plus étroit (plus faible capitalisation), de liquidité moyenne (proche d'Israël), mais avec un nombre très élevé de sociétés qui sont de petite taille¹¹.

Les marchés du deuxième ensemble (Jordanie, Maroc et Tunisie), bien qu'ayant connu une croissance rapide, n'ont pas la même dimension, le nombre de sociétés cotées est encore très faible, justifiant le fait qu'une culture boursière n'est pas profondément installée dans ces pays.

L'analyse, selon les critères de Germidis, Kessler et Meghir, révèle ainsi que les pays émergents de la Méditerranée ne forment pas un bloc compact en termes de degré de développement financier. La Turquie, Israël, le Maroc et la Tunisie sont les pays les plus en avance en termes de réformes structurelles. Des progrès

¹¹ En Egypte la nouvelle vague de privatisations relancera la Bourse dont la capitalisation, qui s'élève aujourd'hui à quelque 116 milliards de francs, devrait ainsi passer au total à 336 milliards : "un exemple à suivre pour les autres pays en difficulté économique", se sont récemment félicités la Banque Mondiale et le FMI.

significatifs ont été accomplis dans la déréglementation des prix, des programmes de privatisation ont été mis en place, les mouvements de capitaux ont peu à peu été libérés.

Cependant, si la levée des barrières et les dénationalisations peuvent se faire assez rapidement, le changement institutionnel, est plus complexe mais d'une grande urgence dans les pays du sud de la Méditerranée. Les contraintes institutionnelles pesant sur les systèmes financiers, une politique de déréglementation financière et d'assainissement budgétaire sont nécessaires pour la stabilité macro-économique ; renforçant ainsi la confiance des investisseurs. Des réformes structurelles et institutionnelles sont ainsi à envisager et à poursuivre.

2.2.2. Libéralisation financière, réformes et perspectives

Les économies méditerranéennes sur lesquelles nous avons choisi de nous concentrer sont engagées depuis plusieurs années dans des programmes de réformes structurelles. Seuls les pays qui ont poussé les réformes le plus loin peuvent s'enorgueillir du taux de croissance le plus rapide. Ainsi la Turquie est l'un des pays de l'OCDE qui a bénéficié d'une des plus fortes croissance ces dernières années. En revanche, l'Egypte, où les changements ont été lents jusqu'en 1998, n'a pas enregistré un taux de croissance à la hauteur des besoins de l'accroissement démographique. Plus récemment le gouvernement s'est engagé sur la voie des réformes, avec des conséquences positives pour l'activité. La libéralisation, les privatisations et la création d'institutions financières soutenant un marché en bon fonctionnement sont les éléments les plus importants de ce processus.

Pour autant, il y a des erreurs à ne pas commettre. Il convient d'abord de savoir éviter d'ouvrir trop tôt et trop largement sans tenir compte de la taille, ni du niveau de développement du pays concerné. Les petits pays ou ceux dotés de systèmes judiciaire et bancaire inadéquats risquent inévitablement de se trouver débordés. La crise en 1997-98 des pays émergents de l'Asie montre amplement qu'une libéralisation trop hâtive peut mener au chaos bancaire. Les autorités politiques et les banquiers de ces pays, les investisseurs et dirigeants occidentaux, étaient insuffisamment conscients des risques qu'ils faisaient courir à ces économies. Aujourd'hui, toutes proportions gardées, un même risque existe pour des pays méditerranéens qui libéralisent les capitaux extérieurs avant d'avoir privatisé leur secteur bancaire ou rationalisé leur secteur public encore pléthorique

et déficitaire. Les énormes prêts consentis, souvent sans garantie¹², au secteur privé, en particulier à un certain nombre de magnats, pourraient déclencher une crise bancaire si les marchés immobiliers, déjà vacillant dans ces pays, s'effondraient. En ricochet, cela entraînerait sans doute alors une crise financière en Méditerranée.

Ensuite, une deuxième série d'erreurs à éviter porte sur le dosage des financements. D'un point de vue micro-économique, on peut redouter que des Bourses encore insuffisamment capitalisées et équipées manquent de la profondeur nécessaire (Egypte, Maroc, Tunisie) pour absorber des flux importants des capitaux étrangers. Si l'on veut éviter que les entrées de capitaux étrangers ne distordent les conditions d'équilibre interne, il est essentiel qu'elles soient bien calibrées et étroitement articulées avec la réforme financière domestique¹³.

Il est également important de souligner que l'épargne étrangère ne saurait être considérée comme un substitut de l'épargne interne. En termes de parts relatives, il ne faut pas oublier que l'épargne domestique des ménages des pays de la Méditerranée représente en moyenne plus de 10 fois les financements extérieurs¹⁴ et que donc, toute rationalisation des canaux de sa mobilisation peut avoir une incidence beaucoup plus importante que l'accroissement des

¹² Pour la Tunisie, le FMI évalue dans sa dernière note de conjoncture, à 22 % le taux des prêts "non performants" (qui risquent de n'être jamais remboursés aux banques) émanant du secteur privé. La Commission de Bruxelles évalue à près de 2 milliards de dollars le volume des dettes irrécouvrables : le double des recettes de privatisations engrangées par la Tunisie depuis une dizaine d'années.

¹³ La Russie a libéré son marché des capitaux trop rapidement. Pour défendre le rouble en présence d'un déficit budgétaire substantiel, les autorités ont emprunté massivement à court terme et ont été contraintes d'augmenter les taux d'intérêt à des niveaux qui ont créé une crise de confiance alimentée par le manque de crédibilité de la politique macro-économique et par la faiblesse des réformes structurelles. De même, la Corée du Sud - en partie sous la pression américaine - finit par ouvrir ses frontières, mais de la mauvaise manière : elle maintint les restrictions sur les investissements à long terme, comme les rachat d'entreprises locales, mais leva celles sur les capitaux à court terme, comme les crédits bancaires, qui peuvent se retirer rapidement. Les capitaux affluèrent vers ce pays et ses voisins (Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande), mais ensuite ces mêmes pays ont enregistré des sorties nettes en 1997 correspondant à près de 20 % des capitaux qu'ils avaient reçus l'année précédente. Ce reflux, particulièrement accentué pour les crédits à court terme, a pris l'allure d'un cyclone financier, dont aucun pays n'est sorti indemne (pour une approche plus approfondie sur la crise asiatique voir G. Corsetti, P. Pesante et N. Roubini, 1999 ; S. Radelet, et J. Sachs, 1999).

¹⁴ Pour l'ensemble des pays de la Méditerranée, le pourcentage de l'IDE par rapport au PIB est très souvent inférieur à 2 %. Le Maroc, la Tunisie et l'Egypte connaissent des taux moyens modestes. Le Maroc a un taux moyen de 0,5 %, la Tunisie de 1 % et l'Egypte de 1,5 %. La Turquie connaît un taux moyen de 0,2 % avec une tendance à la hausse ces dernières années. L'Israël qui est leader dans l'attraction des IDE connaît un taux supérieur à 2 %.

financements extérieurs eux-mêmes. L'assainissement du secteur financier et, particulièrement des banques, y est donc essentiel.

Il convient enfin de mettre en place des mécanismes de supervision ainsi que des règles prudentielles mieux adaptés pour les pays en développement et pour les pays émergents, en tout cas pendant les périodes où les systèmes financiers sont réformés et libéralisés afin qu'ils aient le temps de se consolider. N'oublions pas que les difficultés dans lesquelles se sont trouvés des pays comme la Thaïlande, la Russie et le Brésil tiennent principalement aux mauvaises pratiques bancaires et une spéculation effrénée échappant à tout contrôle¹⁵.

Plus important encore, apparaît le problème des entreprises publiques trop souvent déficitaires et liées de façon parfois perverse aux banques¹⁶. Pour financer leurs déficits et garder une monnaie nationale forte – surévaluée de plus de 25 % dans certains pays méditerranéens – les gouvernements continuent à proposer des obligations à des taux d'intérêts très élevés. Ici encore, si l'on ne veut pas que les errements des années soixante-dix du financement par endettement externe se renouvellent en Méditerranée, une réforme s'impose, en parallèle de l'ouverture des frontières.

Enfin, il faut souligner qu'une libéralisation totale des échanges et des mouvements de capitaux n'est souhaitable que dans le cadre d'ensembles régionaux groupant des pays économiquement et politiquement associés et de développement économique et social comparables. Ces conditions n'étant pas réunies pour les pays de la Méditerranée, le processus de libéralisation est risqué et moins assuré ex ante. Les économies de la région doivent donc elles-mêmes construire les bases de leur croissance et de leur compétitivité et réussir la conversion de leurs économies.

¹⁵ Désormais, selon l'expression consacrée, il est préférable de parler aujourd'hui de "libéralisation ordonnée" ou encore de "régulation financière". Il a fallu subir une crise asiatique, russe puis brésilienne, au total près de deux ans de tourmente financière pour que soit admise la nécessité d'instaurer un minimum de règles et de contrôle dans le système financier mondial et la possibilité pour les pays en développement de s'ouvrir progressivement aux marchés mondiaux des capitaux. De quoi faire sourire la Malaisie, mise à l'index par les pays riches, à l'automne 1997, pour avoir précisément adopté de telles mesures.

¹⁶ En Turquie, on voit bien à quel point l'utilisation du système bancaire sans la moindre transparence traduit de nombreux dysfonctionnements du système politique et social. D'où la nécessité de mettre en place une institution publique indépendante pour contrôler le système bancaire, et notamment "dépolitiser" les méthodes de supervision.

CONCLUSION

Même s'ils ne forment pas un bloc homogène, les six pays de la Méditerranée retenus dans l'étude ont globalement un potentiel financier important, mais qui n'est pas toujours pleinement exploité. Les marchés des capitaux méditerranéens sont sujets à de nombreuses distorsions. En l'absence d'un environnement régulateur adéquat, le secteur financier est peu performant en matière d'intermédiation financière. Le niveau très faible des crédits privés du secteur bancaire et de capitalisation boursière en Egypte et au Maroc montrent que la sphère financière dans ces pays est assez déconnectée de la base réelle de leurs économies, comparativement aux autres pays (Tunisie, Israël, Jordanie, Turquie) où les taux de croissance sont nettement supérieurs. Cependant, l'apparente bonne santé des systèmes bancaires de ces pays performants se voit démentie par le montant de leurs endettement intérieur et la multiplication des défauts de remboursement des énormes prêts consentis.

Ce qui est donc en cause, ce n'est pas seulement des différences en dotation de facteurs mais des différences fondamentales dans l'organisation de l'économie, y compris le fonctionnement des marchés et l'efficacité des institutions (Mathews, 1986). La propension à adapter des institutions aux circonstances change d'une société à l'autre. Dans le cas des économies méditerranéens, cette capacité paraît plus faible (Nabli et Nugent, 1991). Certes, les crises asiatique puis russe ont contribué à relancer dans plusieurs pays méditerranéens des réformes déjà engagées. Le FMI s'est félicité d'ailleurs ces derniers temps de ce que les réformes des marchés financiers en cours dans les pays émergents tiennent compte des enseignements de ces crises : nécessité d'une politique de change flexible ; régulation du système financier ; durcissement des règles prudentielles ; nécessité d'équilibrer l'ouverture aux flux de capitaux en privilégiant le long terme ; transparence de fonctionnement de l'économie. Mais, on peut douter que les réformes engagées produisent des effets rapides.

Au-delà, un système de change où les monnaies méditerranéens seraient liées à l'euro, par des parités fixes et ajustables – au lieu et place des systèmes de paniers ou de devises uniques choisies unilatéralement par chacun de ces pays – nous paraît une option à envisager dans les perspectives de "la création de l'espace euroméditerranéen à l'horizon 2010". Cet option suppose une plus grande

implication de l'Union européenne avec les pays du sud de la Méditerranée¹⁷. L'Europe est évidemment maîtresse du jeu et imposera les règles de la coopération. Mais elle doit aussi démontrer que la mondialisation peut être une chance et le partenariat régional un espoir.

RÉFÉRENCES

- Aricanli T. and Rodrik D., 1990, "An Overview of Turkey's Experience with Economic Liberalization and Structural Adjustment", *World Development*, Vol. 18, n° 10.
- Atiyas I., 1991, "The Private Sector's Response to Financial Liberalization in Turkey, 1980-82", in Aricanli T. et Rodrik D. (eds), *The Political Economy of Turkey: Debt, Adjustment and Sustainability*, Mc Millan, London.
- Atje R. and Jouanovic B., 1993, "Stocks markets and development", *European Economic Review*, Vol. 37, n° 2/3, p. 634-640.
- Banque Mondiale, 1989, "Systèmes financiers et développement, indicateurs du développement dans le monde", *Rapport sur le développement dans le monde*.
- Banque Mondiale, 1993, "The East Asian miracle", A World Bank Policy Research Rapport, Oxford University Press.
- Banque Mondiale, 1996, *Trends in Developing Economies*.
- Banque Mondiale, 1996, *Rapport sur le développement dans le monde*.
- Banque Mondiale, 1996, *Rapport annuel*.
- Bencivenga V.R. and Smith B.D., 1991, "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic Studies*, Vol. 58, n° 2, p. 195-209.

¹⁷ Une coopération commerciale, et a fortiori une zone de libre échange, est presque inconcevable de nos jours sans protocoles et dispositifs monétaires d'intervention en cas de problèmes de balance des paiements ou en cas d'attaques d'une monnaie sur le marché des changes. L'ALENA n'aurait pas survécu si le Trésor américain, le Canada et le FMI n'étaient pas venus au secours du Mexique au lendemain de la dévaluation du peso en décembre 1994.

- Bencivenga V.R. and Smith B.D., 1992, "Deficits, Inflation and the Banking System in Developing Countries: The Optimal Degree of Financial Repression", *Oxford Economic Papers*, Vol. 44, n° 4, p. 767-790.
- Bernanke B.S. and Gertler M., 1986, "Agency Costs, Collateral and Business Fluctuations", *NBER Working Paper*, n° 2015, Septembre.
- Berthélemy J.C. and Varoudakis A., 1996, "Models of Financial Development and Growth", in Hermes N. and Lensink R. (eds), *Financial Development and Economic Growth*, Routledge.
- Berthélemy J.C. et Varoudakis A., "Développement financier, réformes financières et croissance - une approche en données de panel", *Revue Economique*, Janvier, p. 195-206.
- Bourguinat H. et Menaï N., 1994, "Les marchés émergents : une analyse en terme de risque-rendement", *Revue d'Economie Financière*, n° 29, p. 25-40.
- Boyd J.H. and Prescott E.C., 1986, "Financial Intermediary Coalitions", *Journal of Economic Theory*, n° 38, p. 211-232.
- Brada J. and Mendez J., 1985, "Economic Integration among Developed, Developing and Centrally Planned Economies: a Comparative Analysis", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 67, n° 4, p. 546-556.
- Brana S., 1998, "Les sources financières de la croissance : une analyse comparative", Colloque "L'euro et le financement de la croissance en Méditerranée", Marseille, 22-23 Janvier.
- Buffie E.F., 1984, "Financial Repression, the New Structuralists and Stabilisation Policy in Semi-Industrialized Economies", *Journal of Development Economics*, n° 14, p. 305-22.
- CEFI, 1992, *La Méditerranée économique*, Economica.
- CEPII, 1992, *Economie mondiale 1990-2000, l'impératif de croissance*, Economica.
- Charfi F. et Ghorbel A., 1997, "Zone de Libre-Echange, Tunisie-Union Européenne : Les défis d'un partenariat", in *L'Europe et la Méditerranée : Intégration*

économique et libre échange, sous la direction de Benhayoun G., Catin M. et Regnault H., L'Harmattan, p. 127-145.

Cho Y.J., 1986, "Ineficiencias from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 18, n° 2, p. 191-199.

Corsetti G., Pesenti P. et Roubini N., 1999, "What Caused the Asian Currency and Financial crisis ?", Disponible sur www.stern.nyu.edu/~nroubini.

Corbo V. and Melo J., 1987, "Lesson from the Southern come Policy Reforms", *The World Bank Research Observer*, Vol. 2, n° 2.

De Gregorio J., 1992a, "Liquidity Constraints, Human Capital Accumulation and Growth", Mimeo, Avril.

De Gregorio J., 1992b, "Economic Growth in Latin America", *Journal of Development Economics*, Vol. 39, p. 59-84.

De Gregorio J. , 1993, "Inflation, Taxation, and Long-Run Growth", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 31, n° 3, p. 271-298.

De Gregorio J. and Guidotti P., 1995, "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, FMI, Vol. 23, p. 433-448.

Demirguç-Kunt A. and Levine R., 1996, "Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: an Overview", *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, n° 2, p. 223-239.

Diamond D.W. and Dybvig P.H., 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity", *Jornal of Political Economy*, Vol. 91, n° 3, p. 401-419.

Diaz-Alejandro C., 1985, "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, Vol. 19, p. 1-24.

Dombush R. and Reynoso A., 1989, "Financial Factors in Economic Development", *American Economic Review*, Vol. 79, n° 2, p. 204-209.

Engerman S.L. and Sokoloff K.L., 1996, "Factor Endowments, Institutions and Differential Paths of Growth Among New World Economies: A View from

- Economic Historians of the United States", in *How Latin America fell behind*, Ed: Stephen Haber, Stanford CA: Stanford University Press, p. 260-304.
- Fischer S., 1993, "The Role of Macroeconomic Factors in Growth", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, Décembre, p. 485-512.
- FMI, 1996, "L'ajustement macro-économique et structure au Moyen-Orient et en Afrique du Nord", *Perspectives de l'économie mondiale*, annexe 2, Mai, p. 112-120.
- FMI, 1996, "Pays en développement : défis des marchés de capitaux et performances économiques", *Perspectives de l'économie mondiale*, Octobre, p. 62-84.
- FMI, *Balance of payment*, Statistiques financières internationales et Government Statistics, Wahington DC, diverses années.
- Fry M.J., 1988, "*Money, Interest, and Banking in Economic Development*", The Johns Hopkins University Press.
- Fry M.J., 1989, "Financial Development: Theories and Recent Evidence", *Oxford review of economic policy*, vol. 5, p. 13-28.
- Germidis D., Kessler D. et Meghir R., 1991, *Système financier et développement : quel rôle pour les secteurs financiers formel et informel ?*, Publication de l'OCDE, Paris.
- Giovannini A. and De Melo M., 1993, "Government Revenue from Financial Repression", *American Economic Review*, Vol. 83, n° 4, pp. 953-963.
- Goldsmith R. W., 1969, "*Financial Structure and Development*", New Haven: Yale University Press.
- Goldsmith R. W., 1955, "Financial Structure and Economic Growth in Advanced Countries", in National Bureau Committee for Economic Research, *Capital Formation and Economic Growth*, Princeton, University Press.
- Goux J.F., 1994, "La taxinomie des système financiers", *Revu d'Economie Financière*, n° 29, p. 201-228.
- Grimbert D., Mordacq P. et Tchameni E., 1995, *Les marchés émergents*, Economica.

- Greenwood J. and Jovanovic B., 1990, "Financial Development, Growth and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, n° 98, p. 1097-1107.
- Grossman G.M. and Helpman E., 1991, *Innovation and Growth in the World Economy*, MIT Press, Cambridge Mass.
- Gurley J. and Shaw E., 1955, "Financial Aspect of Economic Development", *American Economic Review*, Vol. 45, Septembre, p. 515-538.
- Gurley J.G. et Shaw E.S., 1960, "La monnaie dans une théorie des actifs financiers", traduit par le Centre de Traductions Economiques de Perpignan, Cujas, 1973.
- Gurley J. and Shaw E., 1967, "Financial Structures and Economic Development", *Economic Development and Cultural Change*, vol. IV, n° 3, pp. 257-268.
- Hattab-Christmann M, 1997, "Les effets des Investissements Directs Etrangers sur le secteur industriel marocain", in *L'Europe et la Méditerranée : Intégration économique et libre échange*, sous la direction de Benhayoun G., Catin M. et Regnault H., L'Harmattan, p. 103-120.
- Jbili A., Enders K. and Treichel V., 1997, "Financial Sector Reforms in Algeria, Moricco, and Tunisia: a preliminary assesment", *Working Paper*, n° 97/81, FMI, Juillet.
- Jung W., 1986, "Financial Development and Economic Growth: International Evidence", *Economic Development and Cultural Change*, p. 333-346.
- King R.G. and Levine R., 1993a, "Financial Intermediation and Economic Development", in *Capital Markets and Financial Intermediation*, Mayer C., Vives X. (eds), , CEPR, Cambridge University Press, London, p. 156-189.
- King R.G. and Levine R., 1993b, "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, Issue 3, p. 717-737.
- King R.G. and Levine R., 1993c, "Finance, Entrepreneurship, and Growth, Theorie and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, n°3, Décembre.
- Krugman P., 1989, "Developing Countries in the World Economy", *Deadalus*, Vol. 118, winter 1989.

- Laporta R. et al., 1996, "Law and Finance", National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 5661, July.
- Laroche A., Lemoine E., Millien A. et Zhangy J., 1995, "Croissance et marchés financiers : une approche empirique", *Economie Internationale*, CEPII, n° 64, quatrième trimestre, p. 39-60.
- Levine R., 1991, "Stock Markets, Growth and Tax Policy", *Journal Finance*, Vol. 46, n° 4, p. 1445-1465.
- Levine R. and Renelt D., 1992, "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions", *The American Economic Review*, Vol. 82, n° 4, p. 942-963.
- Lucas R.E., 1989, "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22, n° 1, p. 3-42.
- Matthews R.C.O., 1986, "The Economics of Institutions and the Sources of Growth", *Economic Journal*, Vol. 96, p. 903-18.
- McKinnon R.I., 1973, *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington, DC.
- McKinnon R., 1988, "Financial Liberalisation and Economic Development: A Reassessment of Interest-Rate Policies in Asia and Latin America", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol 5, n° 4.
- McKinnon R. I., 1991, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, John Hopkins University Press, Baltimore.
- Merton R.C., 1992, "Financial Innovation and Economic Performance", *Journal Applied Corporate Finance*. Winter, Vol. 4, n° 4, p. 12-22.
- Munoz Goma O., 1986, *Chile y su industrialización pasada crisis opciones*, Santiago, CIEPLAN.
- Nabli M.K. and Nugent J.B. (eds), 1990, *The New Institutional Economics and Development: Theory and Application to Tunisia*, North Holland.

North D.C., 1981, *Structure and Change in Economic History*, New York: Norton.

OCDE, 1992, "Réussir les réformes des économies d'Europe Centrale et Orientale", extrait de "Les perspectives de financement extérieur et le rôle de l'assistance aux pays d'Europe Centrale et Orientale", in *Problèmes Economiques*, n° 2272, p. 20-27.

OCDE, Les Etudes Economiques sur la Turquie, plusieurs années.

Pagano M., 1993, "Financial Markets and Growth, an Overview", *European Economic Review*, n° 37, p. 613-622.

Park Y.C., 1993, "The Role of Finance in Economic Development in South Korea and Taiwan", in *Finance and Development: Issues and Experiences*, Giovannini A. (ed.), CEPR, Cambridge University Press, Cambridge.

Patrick H.T., 1966, "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 14, n° 2, p. 174-189.

Polak J.J., 1989, *Politiques financières et développement*, Etudes du Centre de Développement, OCDE.

Radelet S. and Sachs J., 1999, "The east asian financial crisis", *Brooking Papers on Economic Activity*, n° 1.

Rebelo S., 1991, "Long-Run Policy Analysis and Long-Run Growth", *Journal of Political Economy*, Vol. 99, p. 500-521.

Rodrik D., 1990, "How should Structural Adjustment Programs be Designed", *World development*, Vol. 18, p. 933-47.

Romer P.M., 1986, "Increasing Returns and Long-Run Growth", *Journal of Political Economy*, n° 94, p. 1002-1034.

Romer P.M., 1989, "Capital Accumulation and the Theory of Long-Run Growth", in *Modern Business Cycle Theory*, Barro R. (ed.), Harvard University Press, Cambridge.

- Roubini N. and Sala-I-Martin X., 1992, "Financial Repression and Economic Growth", *Journal of Development Economics*, Special Issue, Interamerican Seminar on Economic, Vol. 39, n° 1, p. 5-30.
- Safa M. et Marouani A., 1998, "Les effets de la libéralisation financière sur l'épargne en Turquie", Colloque L'Euro et la croissance en Méditerranée, Marseille, 22-23 Janvier.
- Shaw E.S., 1973, *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- Schumpeter J.A., 1911, *The Theory of Economic Development*, Cambridge, Mass.
- St Hill R.L., 1992, "Stages of Banking and Economic Development", *Saving and Development*, n° 1, Vol. XVI, p. 5-20.
- Stiglitz J.E. and Weiss A., 1981, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, Vol. 71, n° 3, p. 393-410.
- Thornton J., 1991, "The Financial Repression Paradigm: a Survey of Empirical Research", *Savings and Development*, n° 1, XV, p. 5-17.
- Thornton J., 1994, "Financial Deepening and Economic Growth: Evidence from Asian Economies", *Savings and development*, n° 1, XVIII, p. 41-51.
- Turunç G., 1998, "Le projet d'intégration asymétrique euro-méditerranéen : un essai de modélisation", Colloque Europe-Méditerranée : vers quel développement ?, ATM-CRERI, Bandol-Bendor, 27-29 Mai 1998.
- Turunç G., 1999, "Europe-Méditerranée, nouvelles perspectives, nouveaux risques", in *Economie des régions méditerranéennes et développement durable*, sous la direction de Benhayoun G., Gaussier N. et Planque B., L'Harmattan.
- Uygun E. 1993, "Liberalization and Economic Performance in Turkey", UNCTAD Discussion Paper, n° 65, CNUCED, Genève.
- Venet B., 1994, "Libéralisation financière et développement économique : une revue critique de la littérature", *Revue d'Economie Financière*, n° 29, p. 87-111.

DEVELOPMENT OF FINANCIAL SECTOR AND GROWTH: THE CASE OF THE EMERGING MEDITERRANEAN COUNTRIES

Abstract - This article presents theoretical and empirical analyses of the links between finance and economic growth. In relation to the latter, the levels of development and the liberalization of the financial sectors of six emerging countries in the region of the Mediterranean basin have been examined i.e, Egypt, Israel, Jordan, Morocco, and Turkey.

DESARROLLO DEL SECTOR FINANCIERO Y CRECIMIENTO : EL CASO DE LOS PAISES EMERGENTES MEDITERRÁNEOS

Resumen - En este artículo se presentan los análisis teóricos y empíricos de los vínculos entre finanza y crecimiento económico. En contrapunto, se examinan los niveles de desarrollo y de liberalización del sector financiero para seis países emergentes del Mediterráneo : Egipto, Israel, Jordania, Marruecos, Túnez y Turquía.