

DES GAINS INCERTAINS : LA LIBÉRALISATION FINANCIÈRE DANS LES PAYS MÉDITERRANÉENS

DANIEL OTTOLENGHI*

La libéralisation du secteur financier joue un rôle de premier plan dans les réformes mises en œuvre ces dernières années dans plusieurs des pays méditerranéens qui participent au partenariat euro-méditerranéen. Le propos du présent article n'est pas de faire l'inventaire complet de ce qui a été accompli dans chaque pays, mais plutôt de traiter de manière sélective quelques-unes des grandes questions pertinentes. La première partie décrit le contexte macroéconomique et de politique générale. La deuxième partie présente quelques faits concrets illustrant la situation de répression financière dans les pays méditerranéens ainsi que les mesures de libéralisation financière qu'ils ont prises. La troisième partie examine quelques questions à caractère analytique découlant de ce processus de libéralisation, à la lumière desquelles on évaluera, à la quatrième partie, les résultats des réformes entreprises dans les pays méditerranéens. La cinquième partie présente quelques-unes des conclusions que l'on aura pu tirer.

163

LE CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Du point de vue du niveau de développement, les douze pays méditerranéens¹ qui ont adhéré au partenariat euro-méditerranéen à la Conférence de Barcelone en novembre 1995 peuvent être répartis en deux groupes. Trois de ces pays (Chypre, Israël et Malte) ont un niveau de revenus analogue à celui de certains pays de l'UE. Ils représentent environ un quart du PIB de la région, mais seulement 3 % de la population, aujourd'hui supérieure à 220 millions d'habitants. Les neuf autres (Maroc, Algérie, Tunisie, Égypte, Jordanie, Gaza et Cisjordanie, Syrie, Liban et Turquie) sont des pays en développement à revenus

* Banque européenne d'investissement, Luxembourg. L'analyse et le point de vue présentés ici sont ceux de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement la position de la Banque européenne d'investissement. L'auteur souhaite remercier Mme Arlette Wangen pour le soutien informatique qu'elle lui a apporté.

intermédiaires ou faibles, le revenu par habitant y étant compris entre moins de 1 000 USD et 3 000 USD.

Tableau n°1
Indicateurs économiques et sociaux

	PIB en 1995 (milliards d'USD)	PIB par habitant en 1995 (USD)	Population en 1995 (en millions)	Croissance démographique moyenne 90-95 (%)	Taux d'analphabétisme en 1995 (%)
Algérie	41,4	1 600	27,9	2,2	38,4
Chypre	8,6	10 260	0,7	1,0	3,0
Egypte	47,3	790	57,8	1,9	48,6
Israël	92,0	15 920	5,5	2,7	5,0
Jordanie	9,9	1 510	4,2	5,7	13,4
Liban	11,1	2 660	4,0	1,9	7,6
Malte	3,1	8 000	0,4	1,0	2,0
Maroc	32,4	1 110	26,5	2,0	56,3
Syrie	16,8	1 120	14,1	3,5	29,2
Tunisie	18,0	1 820	8,9	1,8	33,3
Turquie	164,8	2 780	61,0	2,0	17,7
Total	446	211	2,1		

Sources : Banque mondiale, Indicateurs du développement dans le monde 1997 ; Statistical Abstract of Israel ; Central Bank of Malta, Annual Reports ; FMI, Statistiques financières internationales.

164

Dans le passé, la plupart des pays méditerranéens avaient adopté un modèle de développement protectionniste et dirigé par l'Etat. Dans de nombreux cas, ces politiques ont permis d'obtenir des taux de croissance élevés jusqu'au début des années 80. Mais ce mode de développement a fini par conduire à un creusement des déficits budgétaires et extérieurs et à une accumulation insoutenable de la dette extérieure, parfois en concomitance avec des chocs exogènes (notamment la baisse des prix du pétrole dont ont souffert les exportations de l'Algérie, de l'Egypte et de la Syrie et, dans le cas de la Jordanie, la diminution des envois de fonds des travailleurs expatriés). Depuis lors, la quasi-totalité des pays ont opté pour la stabilisation et entrepris de libéraliser leur politique commerciale (à l'exception notable de la Syrie). Le premier pays à s'engager dans la voie de l'ajustement a été la Turquie (1980), le plus récent étant l'Egypte (1991) et l'Algérie (1994).

La nécessité d'ouvrir l'économie paraît aller de soi. Tous les pays méditerranéens ont, à l'échelle internationale, une économie de petite taille. Le PIB du plus grand d'entre eux, la Turquie, est aujourd'hui de 185 milliards d'USD, autrement dit, il est du même ordre de grandeur que celui du Danemark. Le développement des économies de petite taille passe obligatoirement par celui des échanges commerciaux - aussi bien les exportations que les importations. De fait, il n'existe pratiquement aucun exemple au monde de petite économie fermée qui ait réussi

à se développer avec succès. Les petites économies en développement rapide situées dans d'autres régions connaissent souvent une intensité commerciale (qu'exprime le rapport entre la moyenne des importations et des exportations et le PIB) nettement supérieure à 50 %. Ainsi, ce rapport était de 93 % en Malaisie en 1995. Le tableau n° 2 montre qu'en revanche les pays méditerranéens, à quelques rares exceptions près, ont souvent une intensité commerciale plutôt faible eu égard à la taille de leur économie.

Tableau n°2
Intensité commerciale en 1995 (%) ⁽¹⁾

Algérie	22	Malte	75
Chypre	36	Maroc	21
Egypte	13	Syrie	7
Israël	28	Tunisie	37
Jordanie	41	Turquie	17
Liban	15		

(1) Moyenne du total des importations et des exportations en % du PIB
Source : FMI, Statistiques financières internationales.

Le rythme des réformes a cependant été inégal. La politique de stabilisation a généralement donné des résultats, mais dans un certain nombre de cas la stabilité macroéconomique n'est pas complète (Liban, Turquie), ou reste précaire (Algérie, Jordanie). Mais le rythme des réformes destinées à ouvrir l'économie aux échanges et à transférer au secteur privé le rôle de moteur de la croissance a souvent été lent. Les résultats en matière de croissance ont par conséquent été décevants. Depuis 1985, le PIB par habitant a crû relativement vite (entre 3 et 5 % par an) dans les trois économies à revenus élevés. Dans le même temps, par contre, le niveau de vie dans les autres pays méditerranéens a augmenté dans une beaucoup moindre mesure que dans la plupart des autres catégories de pays en développement. Qui plus est, depuis le début des années 90, le PIB par habitant a virtuellement stagné : seuls les pays de l'Afrique Subsaharienne ont enregistré de plus mauvais résultats.

Le partenariat euro-méditerranéen offre de nouvelles possibilités de croissance à la faveur de l'intégration commerciale avec l'UE, qui est d'ores et déjà le principal partenaire commercial de la plupart des pays méditerranéens. Des accords ont déjà été signés qui établissent une zone de libre-échange avec l'UE, depuis 1995 pour Israël et depuis 1998 pour Chypre, et ce sera le cas à partir de 1999 pour la Turquie et de 2010 pour Gaza et la Cisjordanie, le Maroc et la Tunisie. Les gains statiques que procure la libéralisation du commerce seront sans doute limités - entre 1 et 2 % du PIB ; en revanche, les gains dynamiques, susceptibles de se

concrétiser si la libéralisation permet d'activer des mécanismes propres à promouvoir l'acquisition et l'innovation technologiques grâce à de nouveaux investissements, pourraient être considérables.

Tableau n° 3
Croissance du PIB réel par habitant
(variation annuelle en %)

	1985 - 1995	1990 - 1995
Pays méditerranéens	1,4	0,4
Pays méditerranéens (sauf Israël, Chypre et Malte)	0,8	0,2
Asie de l'Est	6,9	8,0
Asie du Sud	2,9	2,2
Amérique Latine et Caraïbes	0,4	1,1
Afrique subsaharienne	-1,2	-1,5

Sources : FMI, Statistiques financières internationales ; Banque mondiale (1996).

Mais pour qu'il en soit ainsi, il convient de prévoir des politiques d'accompagnement qui aideront à mobiliser de plus grands volumes d'épargne intérieure et de ressources extérieures pour financer des investissements à plus haute technologie.² Le tableau n° 4 montre que le taux d'épargne intérieure et le taux d'investissement dans la région sont particulièrement faibles si on les compare à ceux que l'on peut observer dans certaines économies en croissance rapide.

166

Tableau n° 4
Taux d'épargne et investissement
(en pourcentage du PIB, moyenne pour la période 1993-1995)

	Epargne	Investissement
Egypte	16,2	17,9
Jordanie	12,3	21,9
Maroc	21,2	26,4
Tunisie	18,5	24,3
Indonésie	35,6	35,1
Malaisie	36,7	38,0

Sources : Banque mondiale, Indicateurs du développement dans le monde ; FMI, Statistiques financières internationales.

Il y a donc là tout un programme de politique générale à mettre en œuvre, ce qui, dans certains pays (Égypte, Jordanie, Maroc et Tunisie, par exemple) nécessitera une accélération des réformes, tandis que dans d'autres (Algérie, Syrie) cela supposera que l'on tourne le dos aux politiques appliquées précédemment. Il faudra notamment réformer le secteur financier pour qu'il gagne en efficacité dans l'acheminement des fonds vers des activités rentables. Mais il sera tout aussi nécessaire de mettre en place des politiques permettant de parvenir à la stabilité macroéconomique, d'augmenter la marge de croissance du secteur

privé, de combler les lacunes dans les infrastructures, d'améliorer la qualité des ressources humaines, et, enfin, de mettre le cadre juridique et administratif en harmonie avec celui de l'UE.

La réforme du secteur financier est par conséquent l'une des nombreuses mesures que les pays méditerranéens devront mettre en œuvre s'ils veulent tirer parti des opportunités qu'offre le partenariat euro-méditerranéen. En effet, comme on le verra plus loin, sa réussite dépendra d'autres actions de politique générale et, en particulier, de celles visant au maintien de la stabilité macroéconomique. Dans les paragraphes qui suivent, nous examinerons les effets que les réformes ont pu avoir sur le secteur financier dans plusieurs pays méditerranéens au cours de ces dernières années et nous aborderons certaines des questions qui ont surgi dans ce contexte.

Nous avons adopté pour ce faire une approche sélective. Notre attention s'est portée sur les pays méditerranéens en développement, à l'exclusion donc des trois pays à revenus élevés - Chypre, Israël et Malte. De plus, quelques pays de ce groupe ont été laissés en dehors du champ de l'analyse présentée ici. Il s'agit de la Syrie, pays où la réforme du secteur financier n'est pas encore engagée, de l'Algérie, où la réforme n'est en cours que depuis peu (1994) et reste pour l'essentiel à concrétiser, et de Gaza et de la Cisjordanie, où la situation n'est pas encore bien définie et est par conséquent difficile à analyser. Nous nous concentrons donc sur la Jordanie, l'Égypte, le Maroc, la Tunisie et la Turquie.

167

VERS LA RÉFORME DU SECTEUR FINANCIER DANS LES PAYS MÉDITERRANÉENS

Jusqu'au début des années 80, le secteur financier dans les huit pays méditerranéens en développement³ - à l'exception du Liban - se caractérisait par des contrôles institutionnels rigides, dont les formes les plus extrêmes se trouvaient en Algérie et en Syrie, pays à planification centrale, où les banques n'avaient d'autre fonction que celle de guichets de paiement au service du gouvernement. Mais dans les autres pays aussi le contrôle exercé par le gouvernement couvrait un champ très vaste. Bien que les formes spécifiques prises par ce contrôle variaient d'un pays à l'autre, on y retrouvait plusieurs constantes, que l'on a résumées ci-après dans leurs grandes lignes.

Le secteur financier était presque toujours dominé par le secteur bancaire, s'il ne s'y identifiait pas tout simplement. Il n'y avait pratiquement pas de marché des capitaux. Les gouvernements considéraient les banques comme des instruments servant à soutenir les objectifs de leurs politiques. Ce phénomène était facilité par le fait que dans un certain nombre de pays (Égypte, Maroc, Tunisie, Turquie) les banques publiques occupaient dans le système bancaire une place qui, selon les cas,

pouvait être modérée ou écrasante.

Le contrôle monétaire direct était la norme, et il s'exerçait habituellement au travers d'une combinaison de plafonds de réescompte fixes, de ratios de réserves et de plafonds de crédit, ces derniers banque par banque. Les taux d'intérêt des dépôts et des crédits, fixés par voie administrative, étaient souvent négatifs en valeur réelle. De plus, l'affectation des crédits par les banques était, elle aussi, soumise à des critères qui ne relevaient pas du marché : les banques étaient tenues de consacrer une fraction spécifique de leurs actifs aux secteurs prioritaires (l'agriculture, le tourisme, la fabrication d'équipements lourds, l'exportation et les PME, par exemple) à des taux préférentiels. En outre, la plupart des opérations de crédit étaient soumises à l'approbation des autorités.

Non seulement l'affectation des crédits était rigoureusement contrôlée, mais, en plus, le marché était bien souvent segmenté. Normalement, les banques commerciales ne pouvaient pratiquer que le prêt à court terme, mais elles étaient cependant parfois autorisées à accorder des prêts à moyen et long terme en faveur des secteurs prioritaires. Le crédit à long terme était presque exclusivement l'apanage des banques de développement, qui n'étaient pas autorisées à collecter des dépôts. Leurs ressources provenaient soit du budget de l'Etat, soit de la détention obligatoire par les banques commerciales, souvent à des taux d'intérêt réels négatifs, des titres à long terme qu'elles émettaient. En outre, les banques étaient souvent appelées à financer les déficits budgétaires au travers de la détention obligatoire d'effets publics assortis de faibles taux d'intérêt, lesquels constituaient une part substantielle de leurs actifs. Le contrôle administratif des agrégats financiers intérieurs était complété par un contrôle sur les mouvements de capitaux. Dans certains cas (en Algérie et en Egypte, par exemple), des taux de change multiples étaient également utilisés.

Dans des systèmes financiers réglementés aussi rigoureusement, plusieurs obstacles empêchaient une affectation efficace des crédits. Tant les taux d'intérêt administrés que la segmentation du marché limitaient la concurrence entre banques. Dans le contexte de taux d'intérêt réels négatifs qui prévalait, la demande de crédits était excédentaire, mais, comme les taux d'intérêt ne jouaient aucun rôle, sinon mineur, dans l'affectation des crédits, les prêts étaient souvent rationnés sur la base de critères non commerciaux. Dans ces conditions, un important trait commun à la plupart des pays méditerranéens était le financement à grande échelle d'entreprises publiques par des banques, publiques elles aussi. Et, comme la plupart des opérations de crédit recevaient une approbation officielle qui équivalait à une garantie implicite de renflouement accordée au prêteur, les incitations à surveiller la qualité des prêts n'étaient pas très grandes. En conséquence, la qualité du porte-

feuille de prêts des banques s'est progressivement dégradée et ce problème a fini par prendre une grande ampleur.

Dans tous les cas où des mesures de libéralisation financière ont été prises, elles ont été accompagnées par des politiques de stabilisation et des mesures, mentionnées aux paragraphes précédents, qui visaient à ouvrir davantage l'économie et à y accroître le rôle du marché. Le premier pays à s'engager dans cette voie a été la Turquie (1980), suivie par le Maroc (1986), la Tunisie (1987), la Jordanie (1989) et l'Égypte (1991). Il y a certes eu des différences dans le rythme et l'enchaînement des réformes, ainsi que nous le verrons plus loin, mais le processus de libéralisation a été caractérisé par certains grands axes.

Les principaux éléments des programmes de réforme comprenaient tous l'abandon de l'exercice d'un contrôle direct sur le crédit, la libéralisation des taux d'intérêt et le recours à des instruments indirects de politique monétaire. Dans certains cas (Égypte et Turquie), la libéralisation des taux d'intérêt s'est opérée rapidement, tandis que dans d'autres (Jordanie, Maroc et Tunisie), le mouvement, plus graduel, a été précédé d'un relèvement des taux d'intérêt administrés de manière à ce qu'ils deviennent positifs en valeur réelle. La déségmentation des marchés du crédit a également été recherchée au travers de la levée des contrôles sur les activités que les différents types de banques peuvent exercer. Et, dans tous les cas, une réglementation à caractère prudentiel a été instaurée, ou renforcée, afin de mieux préparer les banques à un environnement où la concurrence est plus forte et, partant, où les risques sont plus grands. La libéralisation intérieure s'est accompagnée, à des degrés divers, de la suppression des contrôles sur les flux de capitaux extérieurs. Cette évolution a été rapide et est allée presque à son terme en Égypte et en Turquie ; en revanche, elle a été beaucoup plus graduelle et seulement partielle en Jordanie, au Maroc et en Tunisie.

Ces réformes sont allées de pair avec une augmentation du niveau de l'intermédiation financière (que le ratio M2/PIB permet de mesurer de manière approchée) ainsi que de son efficacité (diminution du ratio réserves monétaires/dépôts). Et, dans les cinq pays considérés, la part des crédits accordés au secteur privé s'est accrue.

Si les taux d'intérêt ont été officiellement libéralisés dans tous ces pays - les dernières restrictions sur les taux débiteurs ont été levées au Maroc en 1996 - la concurrence sur les taux d'intérêt reste limitée en Égypte, au Maroc et en Tunisie. En Égypte et en Tunisie, cela s'explique par la pression morale qu'exercent les autorités monétaires, qui peuvent compter sur le soutien de banques du secteur public, qui occupent une position dominante, tandis qu'au Maroc, cela résulte d'une collusion informelle entre banques.

Tableau n° 5
Indicateurs du développement financier (1)
(en %)

	Egypte	Jordanie	Maroc	Tunisie	Turquie
M2/PIB					
Avant la réforme	75	103	40	40	20
Pendant la réforme	83	116	53	49	25
Réserves monétaires/dépôts					
Avant la réforme	73	65	56	36	68
Pendant la réforme	37	60	42	25	37

(1) Ces indicateurs expriment des moyennes pour la période de quinze ans qui a précédé la réforme du secteur financier et la période (jusqu'en 1996) durant laquelle s'est opérée la réforme. Celle-ci a été engagée en 1980 en Turquie, en 1986 au Maroc, en 1987 en Tunisie, en 1989 en Jordanie et en 1991 en Egypte. Source : FMI, Statistiques financières internationales.

Des mesures ont par ailleurs été prises pour développer les marchés intérieurs des capitaux. La législation boursière a été modernisée et le cadre réglementaire adapté dans la perspective d'un rôle accru pour les intermédiaires et les instruments des marchés des capitaux. L'activité d'émission et de négoce a connu un développement rapide depuis le début des années 90, à l'instar de ce qui s'est produit ailleurs sur les marchés émergents, l'incitation principale étant presque toujours de nature fiscale. Mais les marchés boursiers dans les cinq pays considérés sont demeurés étroits et instables, avec une demande de titres fortement excédentaire⁴.

Le principal obstacle au développement des marchés des capitaux dans la région est la réticence de la plupart des entreprises familiales - de loin la principale catégorie d'entreprises - à ouvrir leur capital à des participations extérieures et - facteur plus important encore sans doute - à se conformer à des normes comptables transparentes. L'activité d'émission a donc été pour l'essentiel le fait des banques qui devaient augmenter leur capital pour se conformer à la réglementation prudentielle, ou elle résultait d'opérations de privatisation (qui ont concerné principalement l'Égypte et le Maroc). Les investisseurs institutionnels nationaux (fonds de pension et compagnies d'assurance) ne peuvent pratiquement jamais contribuer au développement du marché des capitaux, étant donné qu'ils sont tenus de financer les déficits publics. Quant aux investisseurs étrangers - notamment les fonds communs de placement - ils ont été dissuadés d'investir franchement du fait de la protection très limitée dont bénéficient les investisseurs. Cela ne constitue cependant pas toujours un désavantage. Étant donné leur relatif isolement, les marchés des capitaux de la région n'ont pratiquement pas eu à souffrir des turbulences que connaissent les marchés émergents depuis le milieu de l'année 1997.

Pour l'heure, et pour ce qui concerne l'avenir prévisible, le système bancaire dans les pays méditerranéens demeure par conséquent la principale composante du secteur financier. Les avis sur le point de savoir si cela constitue ou non un inconvénient sont aujourd'hui beaucoup plus partagés que par le passé. Le point de vue traditionnel - tel qu'exprimé par la Banque mondiale (1989), par exemple - selon lequel l'émergence d'un marché boursier est une étape normale du processus de développement du secteur financier - est aujourd'hui contesté pour plusieurs raisons. Singh (1997), par exemple, souligne, entre autres, la difficulté qu'il y a à mettre en place des marchés boursiers fonctionnant convenablement dans les pays en développement et le risque que ces marchés boursiers amplifient les effets des chocs exogènes négatifs.

LA LIBÉRALISATION EST-ELLE UNE BONNE IDÉE ?

Les avantages d'une libéralisation des systèmes financiers fortement réprimés des pays méditerranéens peuvent paraître évidents à première vue. Le travail important et novateur de McKinnon (1973) a clairement montré comment la lourdeur de l'interventionnisme public conduisait à une perte d'efficacité dans l'acheminement de l'épargne vers l'investissement - ainsi qu'on l'a exposé brièvement dans les paragraphes précédents. La libéralisation des taux d'intérêt et l'assouplissement du contrôle direct du crédit devraient par conséquent avoir pour effet d'orienter l'épargne vers les projets d'investissement les plus rentables et, partant, entraîner une accélération du taux de croissance de l'économie.

Il est cependant assez difficile de procéder à une évaluation d'impact de manière empirique. En effet, les réformes financières sont presque toujours associées à d'autres politiques et à d'autres facteurs qui agissent sur la productivité et la croissance⁵. Les chiffres présentés au tableau n° 6 sont très explicites à cet égard, puisque la croissance à long terme pendant la période qui a précédé les réformes était beaucoup plus élevée dans trois des quatre pays étudiés et qu'elle n'était que légèrement supérieure pendant le déroulement des réformes dans le quatrième. Mais il faut savoir que les moins bons résultats en matière de croissance s'expliquent en partie par les politiques de stabilisation qui avaient été adoptées parallèlement aux réformes financières et que les sécheresses répétées de ces dernières années ont eu, elles aussi, un impact négatif, en particulier au Maroc, mais aussi en Tunisie. Un autre élément à prendre en considération est le fait que, dans tous les cas, le rythme de croissance observé avant l'entrée en vigueur des réformes avait conduit à des déséquilibres macroéconomiques intérieurs et extérieurs insoutenables ; d'où le choix, aujourd'hui, d'ouvrir l'économie et d'y accorder une plus grande place au marché, dans le cadre d'une stratégie de développement durable. Et, dans un tel contexte, la libéralisation financière est un

élément indispensable.

Tableau n° 6
Croissance du PIB réel (1)
(taux de croissance annuel moyen en %)

	Avant la réforme	Pendant la réforme
Egypte	6,9	3,6
Jordanie	6,0	6,3
Maroc	4,9	2,9
Tunisie	6,0	4,0

(1) Il s'agit de la croissance annuelle moyenne pour la période de quinze ans qui a précédé la réforme du secteur financier et la période (jusqu'en 1996) durant laquelle s'est opérée la réforme. Pour les périodes, voir tableau 5.

Sources : FMI, Statistiques financières internationales ; Banque mondiale, Indicateurs du développement dans le monde.

Bien qu'il soit admis qu'il est sans doute difficile d'évaluer de façon empirique l'impact positif de la libéralisation financière, son bien-fondé a été remis en question lorsqu'il est apparu qu'il pouvait y avoir un rapport entre les réformes financières qu'ont entreprises un certain nombre de pays latino-américains, à la fin des années 70 et au début des années 80, et les crises financières systémiques qu'ils ont connues. En l'occurrence, les mesures de libéralisation des taux d'intérêt ont été prises au moment où étaient mises en œuvre des politiques de stabilisation visant à juguler une forte inflation. De plus, les banques détenaient dans leurs portefeuilles une forte proportion de créances douteuses. La conjonction de ces facteurs a engendré des taux d'intérêt réels très élevés, a donné lieu à l'octroi de prêts de détresse par les banques, et a finalement débouché sur une crise financière⁶.

L'analyse comparative des cas où les réformes financières ont été couronnées de succès et de ceux où elles ont conduit à l'instabilité financière, a amené à reconsidérer le bien-fondé de la libéralisation. On s'accorde aujourd'hui pour dire que trois conditions préalables doivent être réunies pour que la libéralisation financière soit un succès, autrement dit, pour que le risque de crise financière soit ramené à un niveau acceptable, à savoir :

- a) la stabilité macroéconomique ;
- b) l'existence d'une réglementation prudentielle appropriée s'appliquant aux banques et aux autres institutions financières ;
- c) une stratégie de maximisation des profits et un comportement concurrentiel de la part des banques et des entreprises⁷.

Le raisonnement peut se résumer comme suit. L'instabilité macroéconomique accroît à la fois la variance et la covariance des projets financés au moyen de prêts bancaires, ce qui augmente le niveau de risque des portefeuilles de prêts. Supposons, comme c'est souvent le cas, qu'il

existe un système d'assurance des dépôts implicite ou explicite mis gratuitement à la disposition des banques ou à un coût inadapté, trop bas en l'occurrence. La réaction des banques, devant un accroissement de l'incertitude, sera de relever les taux d'intérêt pour attirer des dépôts et financer des projets à hauts risques, car elles font le pari suivant qui n'est guère risqué : si le service des prêts est assuré et si ces derniers sont remboursés, leur gain sera élevé ; si tel n'est pas le cas, le risque pour les propriétaires des banques est limité au montant du capital⁸. D'un point de vue technique, on se trouve là, devant une situation où le hasard moral conduit à une sélection adverse. On notera que plus la part des créances douteuses dans les actifs des banques augmente, plus ces dernières seront disposées à prendre des risques. Partant, l'existence d'une réglementation prudentielle effective obligeant à disposer d'une couverture en fonds propres suffisante et à constituer des provisions pour pertes sur prêts, réduit la probabilité d'une telle attitude. En fait, cela pousse les banques à se comporter comme si elles avaient une aversion aux risques, ce qui a pour effet de contrer le hasard moral induit par le système d'assurance des dépôts⁹.

Nous allons maintenant examiner quelques cas qui illustrent la manière dont ces facteurs interagissent les uns avec les autres. L'un des objectifs de la répression financière est de trouver le moyen de financer les déficits budgétaires à faible coût. Si les taux d'intérêt sont libéralisés sans que l'on ait pris au préalable des mesures pour réduire les déficits budgétaires, il est probable qu'ils augmenteront fortement, ce qui aura un impact négatif sur la valeur nette des entreprises et sur le portefeuille de prêts des banques. Les entreprises les plus susceptibles d'emprunter à des taux d'intérêt plus élevés sont celles qui ont des projets risqués et, davantage encore, celles qui ne sont pas solvables. Ces dernières, par définition, ne maximisent pas leurs profits, puisque, n'étant pas en mesure de rembourser leurs emprunts, un renchérissement du loyer de l'argent n'a pas sur elles d'effet dissuasif. Dans une situation de hasard moral comme celle que l'on a décrite plus haut, il est fort probable que c'est précisément à ces entreprises que les banques consentiront des prêts. A mesure que le portefeuille de prêts des banques continue à se dégrader, les taux d'intérêt augmentent et le nombre des prêts de détresse s'accroît, et, en fin de compte, les cas d'insolvabilité se multiplient parmi les entreprises et les institutions financières. Ces mécanismes mettent en évidence l'importance, non seulement de la réglementation prudentielle dans l'application de la discipline financière, mais également de la position financière initiale des banques et des entreprises. Plus cette dernière est saine lorsque les réformes financières s'engagent, moins grands sont les risques d'échec.

Le risque de se retrouver dans une configuration d'échec analogue

existe dès lors qu'une libéralisation à contretemps des flux de capitaux provoque une situation d'instabilité macroéconomique. Supposons que les flux de capitaux soient libéralisés avant que la libéralisation financière dans le pays considéré ne soit arrivée à son terme, c'est-à-dire à un moment où les taux d'intérêt intérieurs réels n'ont pas encore atteint le niveau en vigueur ailleurs dans le monde. Dans une telle situation, il faut s'attendre à voir les capitaux s'enfuir, ce qui peut alors être source d'incertitude quant à la capacité de mener à son terme la réforme financière et soumettre les flux de capitaux et le taux de change à des fluctuations brutales, avec les répercussions négatives que cela comporte pour la valeur nette des entreprises et pour les portefeuilles des banques.

Par contre, si l'on ouvre le compte de capital lorsque les taux d'intérêt intérieurs sont élevés du fait du dosage des politiques monétaires et budgétaires suivies dans le pays considéré, les entrées de capitaux sont susceptibles d'engendrer une appréciation du taux de change. Si, du fait d'une forte inflation, actuelle ou passée, un phénomène de substitution monétaire se produit, il faut compter avec le risque d'un déséquilibre entre devises dans le bilan des entreprises et/ou des banques. Si, après s'être apprécié, le taux de change se déprécie, le bilan des entreprises et le portefeuille des banques seront mis à mal ¹⁰.

174

Compte tenu de ce qui précède, un consensus s'est dégagé sur la nécessité de bien échelonner les réformes ¹¹. Une libéralisation immédiate du secteur financier intérieur et des flux de capitaux n'est à conseiller que dans un contexte de stabilité macroéconomique et d'application effective d'une réglementation prudentielle adaptée. Cela ne signifie pas qu'il faille attendre que ces conditions préalables soient entièrement réunies pour engager le processus de libéralisation, mais plutôt qu'il est recommandé de procéder de façon graduelle, en tenant compte des progrès accomplis. Par conséquent, si la situation macroéconomique n'est pas stable et si une réglementation prudentielle adéquate n'est pas en place, il est conseillé de réglementer les taux d'intérêt, en veillant toutefois à ce qu'ils deviennent positifs en valeur réelle. Ensuite, à mesure que l'économie se stabilisera et que la régulation et la surveillance se renforceront (avec, pour corollaire, une amélioration de la position financière des banques), les taux d'intérêt pourront être libéralisés progressivement. Enfin, ce n'est que lorsque le système financier intérieur sera entièrement libéralisé que les contrôles sur les capitaux pourront être levés et l'installation de banques étrangères autorisée ¹².

Nous terminerons ce chapitre sur un mot de prudence. Comme pour ce qui est de l'impact sur la croissance, il est difficile d'évaluer dans quelle mesure un système financier qui a subi des réformes est immunisé contre l'instabilité financière. En particulier, ce n'est qu'au terme d'un, voire de plusieurs, cycles conjoncturels complets, que l'on peut dresser un bilan

équilibré du fonctionnement de nouvelles structures de réglementation. Ainsi, les problèmes de hasard moral associés aux dispositifs d'assurance des dépôts ont existé à l'état latent aux Etats-Unis pendant plusieurs décennies avant de se manifester dans les années 80. Plus récemment, on se rappellera que les réformes financières entreprises dans les années 70 et 80 en Corée et en Malaisie étaient souvent citées comme des exemples à suivre, par opposition à ce qui se faisait en Amérique latine ¹³.

ÉVALUATION DES STRATÉGIES DE RÉFORME FINANCIÈRE APPLIQUÉES DANS LES PAYS MÉDITERRANÉENS

Conditions initiales et stratégies

L'examen présenté au chapitre précédent soulève deux séries de questions au sujet des stratégies de réforme financière des pays méditerranéens. Dans quelle mesure les conditions préalables nécessaires étaient-elles remplies ? Le rythme et l'enchaînement des réformes étaient-ils compatibles avec les conditions existantes ? Pour étudier ces questions, il est commode d'envisager la situation sous l'angle du hasard moral, en examinant les dispositifs d'assurance des dépôts, la réglementation prudentielle et les facteurs qui peuvent influencer sur le comportement des banques et des entreprises en matière de maximisation du profit.

Dans tous les pays étudiés, la libéralisation a eu lieu en présence d'une garantie explicite et implicite des dépôts. En Egypte et en Tunisie, cela reflétait la position dominante des banques du secteur public - respectivement 75 % et 55 % du crédit. Les banques du secteur public étaient aussi prédominantes en Turquie, avec 45 % du crédit. Dans ce pays, les déposants ont en outre été effectivement protégés au cours de deux crises financières, en 1982 et 1994, qui ont entraîné la faillite d'un certain nombre de banques. En Jordanie et au Maroc aussi, les déposants ont été protégés lors du dépôt de bilan d'un nombre limité de banques.

En outre, comme on pouvait s'y attendre dans une situation de répression financière, la réglementation prudentielle était pratiquement inexistante, puisqu'elle n'avait pas de fonction pertinente à remplir. Dans ces circonstances, largement génératrices de hasard moral, une libéralisation progressive du secteur financier paraissait justifiée dans l'ensemble des cinq pays, indépendamment des conditions macroéconomiques.

C'est là, comme on l'a déjà rappelé, la voie qu'ont suivie la Jordanie, le Maroc et la Tunisie, en dépit de quelques différences dans le calendrier et l'enchaînement des mesures prises. Dans ces trois pays, les autorités ont commencé par stabiliser l'économie (deuxième moitié des années 80), tout en augmentant les taux d'intérêt administrés pour les porter à des niveaux réels positifs et en réduisant progressivement le contrôle du crédit et les avoirs obligatoires des banques en effets publics.

Puis, au début des années 90, les taux d'intérêt ont été libéralisés. En Jordanie, cette mesure a été prise avant la mise en place d'une réglementation prudentielle, au Maroc à peu près en même temps et en Tunisie quelque temps après.

Au Maroc et en Tunisie, un certain degré de contrôle administratif des taux d'intérêt reste en place. L'Etat doit maintenant avoir recours à l'achat volontaire de bons du Trésor et d'obligations d'Etat rémunérées aux taux du marché pour financer le déficit budgétaire¹⁴. Les gouvernements ont donc tout intérêt à freiner l'augmentation de ces taux, ce qu'ils font en exerçant une pression morale sur les banques lorsqu'elles soumettent des offres d'achat d'effets publics. De plus, grâce à sa position dominante dans le secteur bancaire, l'Etat tunisien empêche de fait toute concurrence sur les prix entre les banques, ce qui, dans des conditions de liquidité restreinte, se serait probablement traduit par une poussée des taux d'intérêt¹⁵. Les autorités ont ici pour objectif d'éviter de nouvelles pressions financières sur les entreprises du secteur public. Enfin, dans ces deux pays, le contrôle des mouvements de capitaux des résidents est maintenu dans une certaine mesure.

Dans le cas de la Jordanie, la libéralisation du compte de capital a été menée avec une prudence particulière, en raison du volume élevé de monnaie nationale détenue à l'extérieur du pays (essentiellement à Gaza et en Cisjordanie). Ainsi, alors que les taux d'intérêt intérieurs étaient déjà complètement libéralisés au début des années 90, un certain degré de contrôle des capitaux reste aujourd'hui en place. Rétrospectivement, l'approche graduelle adoptée par ces trois pays semble leur avoir profité, puisque l'instabilité macroéconomique et financière a été évitée jusqu'à maintenant.

En un contraste marqué avec la Jordanie, le Maroc et la Tunisie, la Turquie a procédé, à deux reprises, à une rapide libéralisation financière intérieure et extérieure dans des conditions de grave instabilité économique. En l'absence de toutes les conditions préalables à la réussite des réformes financières, il n'est peut-être pas surprenant que chacun de ces deux épisodes ait été suivi d'une crise financière.

Le premier épisode s'est produit entre 1980 et 1982. Les taux des prêts et des dépôts bancaires ont été libéralisés en une seule fois, et de nouvelles banques ont été autorisées à ouvrir en l'absence de toutes réglementations et surveillances prudentielles dignes de ce nom. La Turquie poursuivait alors une politique monétaire rigoureuse pour remédier à une crise de la balance des paiements. Le niveau élevé des taux d'intérêt réels et la réduction de la demande globale ont entraîné une dégradation du bilan des entreprises, conduisant à une vague d'emprunts de détresse. Il s'en est suivi une multiplication des prêts non performants au sein du portefeuille des banques, qui a suscité une vive concurrence sur les

dépôts. En raison de ce phénomène et d'une désinflation rapide, les taux sur les dépôts ont atteint, en 1982, 20 % en termes réels. En définitive, cinq banques du secteur privé ont fait faillite, et leur actif et leur passif ont été repris par des banques publiques. Les taux sur les dépôts ont été à nouveau soumis à réglementation en 1983¹⁶.

Le second épisode a commencé en 1988, avec une nouvelle libéralisation des taux d'intérêt et, ce qui a été décisif pour la suite des événements, la libéralisation totale des mouvements de capitaux en 1989. Dans une économie à forte inflation comme celle de la Turquie - à l'époque, quelque 50 % -, la suspension du contrôle des capitaux a stimulé la substitution des monnaies et l'expansion rapide des dépôts libellés en devises. Une crise financière a finalement été déclenchée par l'envolée des besoins de financement du secteur public, déjà élevés, qui ont atteint un taux record de 12 % du PIB en 1993. Pour financer le déficit tout en jugulant l'inflation, la Banque centrale a ménagé un différentiel très large entre les taux d'intérêt intérieurs et extérieurs, ce qui a conduit à une appréciation réelle du taux de change. La réaction des banques a été, d'une part, d'emprunter à l'étranger et, d'autre part, d'utiliser les dépôts en devises pour prêter en monnaie nationale aux entreprises et acheter des obligations d'Etat. Les doutes quant à la viabilité d'une telle politique ont finalement provoqué, en avril 1994, un mouvement spéculatif contre la monnaie nationale, qui s'est dépréciée de 60 %, faisant subir aux banques des pertes qui se sont montées, dans leur ensemble, à la totalité du capital du secteur bancaire. Trois petites banques ont été autorisées à déposer leur bilan - mais les déposants ont été remboursés - tandis que la Banque centrale fournissait des liquidités au système et accordait une garantie explicite à tous les déposants.

Dans le sillage de cette crise, les autorités ont durci la réglementation relative aux engagements en devises¹⁷. Il se peut cependant que les banques se soient senties, en fait, davantage incitées à prendre des risques excessifs. La garantie explicite et généralisée sur les dépôts qui a été offerte à l'époque de la crise était justifiée parce qu'elle a permis d'éviter une ruée sur les banques. Mais aucune pénalité n'a été imposée aux banques ni à leurs directeurs. Cela augure mal de l'avenir, en particulier du fait que les conditions macroéconomiques restent très instables. Les dernières estimations pour 1997 indiquent un taux d'inflation de 80 %, ainsi que des besoins de financement du secteur public et un déficit courant de 9 % et 5 % du PIB respectivement.

L'Egypte elle aussi a procédé rapidement : la libéralisation des taux d'intérêt, l'élimination des plafonds de crédit et l'ouverture du compte de capital ont été réalisées en deux ans seulement, en 1991 et 1992. Cette stratégie était très risquée, car les politiques de stabilisation étaient

alors lancées à plein régime et les problèmes potentiels étaient importants. Un autre élément de risque, plus présent aujourd'hui bien qu'il ne soit pas largement admis, est que la politique de taux de change puisse conduire à l'instabilité macroéconomique. La livre égyptienne a été dévaluée en 1991 et elle est depuis cette date restée fixe en termes nominaux. La stabilité du taux de change nominal est un objectif déclaré de l'action des pouvoirs publics, de même que l'accumulation de réserves de change. Pour atteindre ces buts, la politique monétaire vise à maintenir des taux d'intérêt réels élevés, qui attirent d'importants flux de capitaux, principalement à court terme, ces derniers conduisant à leur tour à une accumulation rapide des dépôts bancaires en devises. Les comptes des banques laissent penser que, dans l'ensemble, il n'y a pas de déséquilibre entre leur actif et leur passif sur le plan des devises. Cependant, de nombreuses entreprises qui n'ont ni recettes en devises ni possibilité de se couvrir contre les risques de change, contractent des emprunts en devises, sur lesquels les taux d'intérêt sont inférieurs de cinq points aux taux pratiqués sur les prêts en monnaie nationale.

Et c'est là que réside le problème. Etant donné les différentiels d'inflation avec les partenaires commerciaux, le taux de change réel s'est apprécié de quelque 40 % depuis 1991. Lorsqu'il finira par se déprécier, le bilan des entreprises en souffrira. Si, dans les phases initiales de la stabilisation, la politique de taux de change avait ses mérites en tant qu'ancrage anti-inflationniste, elle a maintenant perdu toute utilité. Plus longtemps elle est maintenue, plus élevé sera le risque d'un renversement brutal des flux de capitaux, si cette politique n'est plus jugée tenable¹⁸. Mais les autorités ne sont pas disposées à changer de cap, car le taux de change est devenu une question de fierté nationale.

Les premiers enseignements

Quels enseignements peut-on tirer de ces épisodes de libéralisation financière ? A première vue, on pourrait soutenir que l'approche graduelle suivie par la Jordanie, la Tunisie et le Maroc a bien servi ces pays, tandis que de graves questions se posent dans les cas de l'Égypte et de la Turquie. A y regarder de plus près, cependant, les choses ne sont pas aussi simples. La logique justifiant une libéralisation progressive repose, comme nous l'avons vu, sur deux axes. Premièrement, elle laisse le temps d'établir une réglementation prudentielle permettant de réduire le risque de comportements de non-maximisation du profit ainsi que le hasard moral. Deuxièmement, elle permet aussi aux banques (et à leurs clients) d'améliorer leur situation financière, avec des effets similaires, avant la mise en place de la pleine concurrence. Le problème est que la marge de manoeuvre offerte par un processus progressif n'a pas toujours été exploitée. Force est de constater que la réglementation et la sur-

veillance bancaires restent déficientes.

Depuis le début de la libéralisation, la réglementation prudentielle a été renforcée, mais elle continue à souffrir de certaines faiblesses structurelles. La plus évidente d'entre elles concerne le ratio de fonds propres pondéré en fonction des risques : il a été fixé à 5 % en Tunisie (1992), 8 % en Turquie (1989), en Egypte (1992) et au Maroc (1993), et à 8 % en Jordanie (1989), où il a ensuite été relevé à 10 % (1996). A l'exception de la Jordanie, les autorités se contentent d'appliquer les normes de Bâle en matière de fonds propres ; or, ces normes sont conçues pour les banques des pays industrialisés, et semblent insuffisantes pour faire face au niveau de risque plus élevé qui existe dans les pays en développement¹⁹.

Un problème plus grave, toutefois, est celui de l'insuffisance de la surveillance et des moyens de faire respecter les règles prudentielles. Il y a à cela un certain nombre de raisons. Premièrement, dans certains cas, les normes comptables ne permettent toujours pas de dégager une image claire de la situation financière des banques. L'Egypte en offre un exemple extrême : à l'heure actuelle, chaque banque ou presque applique ses propres pratiques comptables, en dépit de tentatives répétées d'imposer l'uniformité en la matière. Les banques turques se conforment en principe à un système normalisé de comptabilité, mais la diffusion de l'information est très aléatoire, même à la Banque centrale. Deuxièmement, la capacité de la Banque centrale à surveiller les banques est parfois très limitée. En Egypte, cela paraît dû à certaines déficiences dans la qualité du personnel ; au Maroc, c'est davantage une question d'insuffisance des effectifs, qui se traduit par la rareté des inspections sur le terrain ; quant à la Turquie, la responsabilité est partagée entre la Banque centrale et le Trésor, ce qui donne lieu à des problèmes de coordination.

179

Troisièmement, surtout, il existe un degré considérable d'indulgence vis-à-vis des banques du secteur public. Lorsque les ratios de fonds propres ont été mis en place, aux dates indiquées ci-dessus (conjointement à la réglementation des provisions pour prêts douteux), les banques se sont toujours vu accorder un délai de quelques années pour se mettre en conformité. Les banques du secteur privé ont généralement respecté ce délai, mais non les banques du secteur public, qui sont surchargées de gros portefeuilles de prêts non performants consentis à des entreprises publiques. La réaction des autorités a été soit de nier le problème, soit de reporter à plusieurs reprises les délais de mise en conformité - une réaction naturelle, certes, puisque l'autre possibilité aurait consisté à prendre des mesures qui risquaient de bousculer de puissants intérêts établis.

Les conséquences quantitatives de cette indulgence - la fraction des

actifs du secteur bancaire insuffisamment couverte contre les risques - varient selon les pays. En Egypte, les autorités affirment que les banques du secteur public respectent désormais la réglementation prudentielle, mais certains indices (tels que la question des normes comptables) laissent penser au contraire que leurs niveaux de fonds propres et de provisions sont insuffisants. Certains observateurs suggèrent que certaines des grandes banques du secteur public sont techniquement insolvables²⁰. Des problèmes systémiques existent aussi en Turquie : cinq ans après l'expiration du délai de mise en conformité, la plupart des banques du secteur public n'atteignent toujours pas les normes requises en matière de fonds propres et de provisions. Le niveau des prêts non performants est estimé à des taux divers, variant de 5 à 15 % des crédits²¹. En Tunisie, le problème paraît limité à une seule, mais grande, banque du secteur public²². Le non respect de la réglementation est quantitativement moins important au Maroc, où les banques publiques occupent une position moins dominante. La Jordanie, en revanche, est le seul pays qui ait pris des mesures fermes à l'encontre des banques qui ne respectent pas la réglementation²³.

Mais indépendamment du volume des actifs en jeu, l'indulgence signale à l'ensemble du système bancaire que la non conformité est un comportement tolérable. La crédibilité de la surveillance est encore affaiblie dans ces quatre pays par le fait que les autorités peuvent soit prendre des mesures extrêmes (par exemple, remplacer l'équipe dirigeante d'une banque), soit ne prendre aucune mesure. Il manque un ensemble de pénalités calibrées en fonction de la gravité des infractions.

De plus, l'application déficiente de la réglementation prudentielle renforce, de la part des banques publiques, les comportements de non maximisation du profit. De fait, la non application de la réglementation prudentielle leur donne un signal clair, selon lequel elles-mêmes et leurs gros clients - les entreprises publiques - sont soumis à une contrainte budgétaire lâche. Les prêts de détresse peuvent donc se poursuivre sans obstacle majeur. Mais le potentiel de comportement de non maximisation du profit se retrouve aussi dans le secteur privé au Maroc et en Turquie, où l'actionnariat croisé entre les banques et leurs principaux clients est un phénomène répandu. Enfin, en donnant lieu à des déficits quasi-budgétaires non enregistrés, l'indulgence dissimule la situation financière réelle du secteur public. Et plus cette situation perdure, plus élevé sera le coût à payer en fin de compte par l'économie.

Par ailleurs, la faiblesse de la surveillance prudentielle est inquiétante aussi parce que les banques développent rapidement leurs prêts au secteur privé, auparavant soumis à des contraintes. S'il s'agit là en principe d'une évolution positive, il convient néanmoins de la nuancer.

Une règle empirique souvent appliquée aux pays en développement consiste à dire que, lorsque le crédit bancaire réel croît à un rythme beaucoup plus rapide que le double du taux de croissance du PIB réel sur une période de quelques années, la qualité des prêts en souffre, ce qui rend nécessaire une surveillance plus rigoureuse²⁴. Le tableau n° 7 suggère qu'un problème identique pourrait se profiler en Egypte, au Maroc et peut-être en Turquie.

Tableau n° 7
La relation entre crédit au secteur privé et PIB
(taux de croissance annuel moyen, 1990-1996)

	Crédit au secteur privé	PIB
Egypte	12,1	3,7
Jordanie	6,9	7,2
Maroc	9,5	2,6
Tunisie	3,3	4,4
Turquie	8,2	3,9

Source : FMI, Statistiques financières internationales

En résumé, le système financier des cinq pays étudiés est désormais considérablement libéralisé, mais, à l'exception peut-être de la Jordanie, les déficiences de la réglementation et de la surveillance prudentielles rendent leur secteur financier vulnérable en cas de chocs macroéconomiques défavorables. Les turbulences macroéconomiques restent toujours possibles dans de petites économies en cours d'intégration dans les flux mondiaux d'échanges et de capitaux, même lorsque la situation paraît calme. Par exemple, la Tunisie et le Maroc ont signé avec l'UE des accords de libre-échange qui prévoient d'importantes réductions des droits de douane. Etant donné les circonstances, une dépréciation du taux de change réel pourrait être justifiée aux fins de compenser l'incidence négative sur l'emploi et la balance des paiements, mais c'est une option qui n'a pas été envisagée jusqu'à maintenant²⁵.

181

Dans les cinq pays étudiés, la libéralisation financière ne s'est pas déroulée dans les meilleures circonstances possibles. Aucun de ces pays ne possédait au début de la libéralisation toutes les conditions préalables à une transition en douceur. Tout au contraire, la libéralisation financière a été tentée dans tous ces pays en présence d'une garantie implicite, et parfois explicite, des dépôts, et d'une surveillance bancaire insuffisante. Dans ces circonstances, il aurait été judicieux d'enchaîner les réformes avec prudence, indépendamment des conditions macroéconomiques.

Cela n'a pas été le cas en Turquie ni en Egypte, où la libéralisation financière intérieure et extérieure a été menée rapidement et, qui plus est, dans un contexte d'instabilité économique. Il n'est guère étonnant

que la Turquie ait ainsi connu deux crises financières. L'Égypte est parvenue à mettre en place une libéralisation totale au milieu d'une grave récession sans dommage apparent, quoique les bilans des grandes banques soient probablement très fragiles. La question se pose de savoir comment ces pays pourraient supporter une nouvelle période d'instabilité macroéconomique - ce qui est déjà le cas en Turquie et constitue un risque certain en Égypte en raison de l'appréciation du taux de change.

En revanche, la Jordanie, le Maroc et la Tunisie ont enchaîné les réformes avec prudence, en commençant par obtenir la stabilité macroéconomique et par porter les taux d'intérêt administrés à des niveaux réels positifs, avant de supprimer les plafonds de crédit et de libéraliser les taux d'intérêt sur les dépôts et les prêts puis, en partie, les mouvements de capitaux. Mais il existe là aussi - sauf peut-être en Jordanie - des motifs de préoccupation parce que, en présence d'un système financier presque complètement libéralisé, la surveillance du système bancaire reste insuffisante.

On ne saurait guère exagérer l'importance de la surveillance bancaire en tant que moyen de prévenir l'instabilité financière, en particulier après la crise financière en Asie²⁶. C'est là que se situe un problème majeur, qui a freiné les progrès dans ces quatre pays jusqu'à maintenant. Ce problème ne réside pas tant dans l'élaboration d'une réglementation prudentielle adéquate - bien que certaines améliorations paraissent appropriées, en particulier pour ce qui est des ratios de fonds propres - que dans la question de l'indulgence, qui reflète un refus d'aborder le problème des gros portefeuilles de créances douteuses des banques publiques, ces prêts ayant été bien souvent consentis à des entreprises publiques.

L'indulgence a une incidence négative directe : elle autorise une prise de risque excessive de la part d'une large fraction du secteur bancaire (Tunisie, Turquie) et parfois d'une écrasante majorité des banques (Égypte). Mais même dans le cas du Maroc, où les banques du secteur privé sont en position dominante et actuellement en assez bonne santé, c'est une cause de hasard moral car il est ainsi signalé à toutes les banques que le non-respect de la réglementation est un comportement tolérable. Comme il est de plus probable que l'État devra, en fin de compte, éponger les pertes des banques, l'indulgence contribue en outre à dissimuler la situation financière réelle du secteur public. Plus longtemps elle persiste, plus elle finira par coûter cher à l'économie.

Les perspectives à ce sujet sont incertaines. Pour résoudre le problème avec efficacité, il faudrait, par exemple, passer en perte les prêts non performants et recapitaliser les banques du secteur public ; restructurer les entreprises publiques ; et imposer une discipline financière en privatisant des banques et des entreprises ou du moins en rendant leur

gestion autonome. Pour les autorités, cela signifie souvent qu'elles devraient renoncer à une importante source de pouvoir et de soutien économiques. Il n'est donc pas surprenant que, dans les quatre pays où se pose ce problème, rien n'indique, pour l'heure, que les pouvoirs publics aient l'intention de prendre ces décisions difficiles, à l'exception peut-être du Maroc.

BIBLIOGRAPHIE

- AGÉNOR, P-R. AND P. J. MONTIEL (1996), *Development Macroeconomics*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- ARETSIS, P. AND P. DEMETRIADES (1997), «Financial Development and Economic Growth : Assessing the Evidence», *Economic Journal*, no. 442, mai.
- ATIYAS, I. (1990), «The Private Sector's Response to Financial Liberalisation in Turkey : 1980-82» in Aricanli, T. and D. Rodrik, eds., *The Political Economy of Turkey*, Macmillan, London.
- CAPRIO, G. (1996), «Banking on Financial Reform ? A Case of Sensitive Dependence on Initial Conditions», in Caprio, G., I. Atiyas and J.A. Hanson, eds., *Financial Reform : Theory and Experience*, Cambridge University Press, Cambridge.
- CAPRIO, G. AND D. KLIENGBIEL (1996), «Bank Insolvency : Bad Luck, Bad Policy or Bad Banking?», Annual World Bank Conference on Development Economics, World Bank, Washington, D.C.
- CORBO, V. AND J. DE MELO, EDS., (1985), «Liberalisation with Stabilisation in the Southern Cone of Latin America», World Development, août.
- CORDEN, M. (1993), «Exchange Rate Policies for Developing Countries» *Economic Journal*, no. 416, janvier.
- DORNBUSCH, R. (1974), «Tariffs and Non-Traded Goods», *Journal of International Economics*, no.2
- FRY, M. (1997), «In Favour of Financial Liberalisation.» *Economic Journal*, no. 442, May.
- KRUGMAN, P. (1998), «What Happened to Asia ?»
<http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>, janvier
- McKINNON, R. (1973), «Money and Capital in Economic Development», Brookings Institution, Washington, D.C.
- McKINNON, R. (1993), *The Order of Economic Liberalisation*, John Hopkins University Press, Baltimore and London.
- MISHKIN, F. S. (1996), «Understanding Financial Crises : A Developing Country Perspective», Annual World Bank Conference on Development Economics, World Bank, Washington, D.C.
- OTTOLENGHI, D. (1997), «The Impact of the Euro-Mediterranean Free Trade Agreements», document de travail, Banque européenne d'investissement, Luxembourg.
- SINGH, A. (1997), «Financial Liberalisation, Stockmarkets and Economic Development», *Economic Journal*, no. 442, mai.
- STIGLITZ, J.E. AND A. WEISS (1992), «Asymmetric Information in Credit Markets and Its Implications for Macroeconomics», Oxford Economic Papers, octobre
- VILLANUEVA, D. AND A. MIRAKHOR (1990), «Strategies for Financial Reforms», IMF Staff Papers, no. 3, septembre.
- WORLD BANK (1989), «Rapport sur le développement dans le monde», Oxford University Press, New York.
- WORLD BANK (1996), «Global Economic Prospects and the Developing Countries», Washington D.C.

NOTES

1. Maroc, Algérie, Tunisie, Egypte, Israël, Gaza et Cisjordanie, Jordanie, Syrie, Liban, Turquie, Chypre et Malte.
2. Pour une analyse des avantages commerciaux que procure le Partenariat euro-méditerranéen et de la question des politiques d'accompagnement, voir Ottolenghi (1997).
3. Gaza et la Cisjordanie n'existent en tant qu'entité autonome que depuis septembre 1993.
4. On notera que seul un petit nombre d'entreprises sont cotées en Bourse au Maroc (47) et en Tunisie (33) et qu'un tiers d'entre elles environ sont des banques. En Turquie (800) et en Egypte (650), les actions de 10 % seulement des entreprises cotées font l'objet d'échanges, les autres entreprises ayant émis des actions pour tirer parti d'avantages fiscaux.

5. Pour une analyse récente des résultats économétriques ambigus à cet égard, voir Aretsis et Demetriades (1997).
6. Pour une description de ces phénomènes, voir Corbo et de Melo (1985).
7. La formulation généralement citée à cet égard est celle de Villanueva et Mirakhor (1990). Les conditions préalables présentées ici sont une version modifiée de celles proposées par Fry (1997).
8. Toutefois, en l'absence de dispositif de garantie des dépôts ou si son coût est adapté, Stiglitz et Weiss (1992) montrent que les banques auront tendance à abaisser les taux d'intérêt et à rationner le crédit plus sévèrement.
9. On notera que l'assurance des dépôts remplit une fonction utile en réduisant la probabilité d'une ruée sur les banques. La réglementation prudentielle peut être considérée comme un moyen de contrer son aspect non désiré - le hasard moral.
10. Voir Mishkin (1996).
11. Voir Villanueva et Mirakhor, op.cit.
12. Voir McKinnon (1993), pages 9-10.
13. Voir Agénor et Montiel (1996), pages 477-479.
14. Au Maroc, les banques doivent encore détenir 5 % de leurs dépôts sous forme d'obligations d'Etat. Cette exigence a été progressivement éliminée au cours de l'année 1998. Quoiqu'il en soit, le portefeuille d'effets publics volontairement détenu par les banques est beaucoup plus élevé que ce plancher statutaire.
15. Une situation similaire de collusion bancaire sur les taux d'intérêt se retrouve au Maroc, mais elle est due, dans ce pays, à un accord existant entre les grandes banques du secteur privé qui dominent l'activité bancaire grand public. Il semble qu'elles cherchent ainsi à prévenir de nouvelles hausses des taux d'intérêt, après celles des dernières années, afin d'éviter les problèmes de sélection adverse. Cette collusion a la bénédiction du gouvernement, car les banques de développement appartenant à l'Etat seraient les premières à souffrir d'une hausse des taux d'intérêt.
16. On trouvera dans Atiyas (1990) une analyse du comportement des banques et des entreprises au cours de cette période.
17. Avant la crise de 1994, les banques pouvaient détenir des engagements nets en devises à concurrence de 20 % de leurs engagements en devises. Cette limite a ensuite été fixée à 50 % de leurs fonds propres.
18. Outre son impact négatif sur la compétitivité, l'accumulation de réserves de change a un coût pour les finances publiques. La raison en est que la banque centrale mène des interventions stérilisées pour éviter à la fois une appréciation nominale et une expansion monétaire exagérée. Du fait du différentiel positif existant entre les taux pratiqués sur les bons du Trésor utilisés pour absorber la liquidité en monnaie nationale et les taux dégagés sur les réserves en devises, l'accumulation de ces dernières représente un coût net pour le budget. Une stabilisation similaire, fondée sur les taux de change, est aussi pratiquée au Liban depuis 1992. Là, contrairement à l'Egypte, les déséquilibres budgétaires et extérieurs n'ont pas été corrigés, de sorte que l'accumulation de la dette publique intérieure est devenue explosive, les intérêts versés absorbant 90 % des recettes budgétaires.
19. Il a été observé que, pendant leur période de développement (la seconde moitié du XIXe siècle), les banques d'Allemagne et des Etats-Unis avaient des ratios de fonds propres de 25 à 35 %. Voir Caprio (1996).
20. Il semble que les banques d'Egypte appliquent couramment deux techniques pour réduire artificiellement la déclaration de prêts non performants. La première consiste à exclure des prêts non performants tout crédit assorti d'une garantie de l'Etat, même si son service n'est pas assuré. Il s'agit généralement de prêts accordés à des entreprises publiques avant 1992, pour lesquels le gouvernement a persuadé les banques de ne pas faire jouer la garantie. La seconde, qui lui est liée, consiste à capitaliser les intérêts s'il paraît probable qu'ils ne seront pas versés.
21. Comme en Egypte, la capitalisation des intérêts au titre des prêts non performants est une pratique répandue.
22. Un détail qui en dit long sur l'indulgence est que, bien que cette banque ne respecte pas la réglementation prudentielle, elle est autorisée à déclarer des dividendes.
23. On ne sera pas surpris d'apprendre que le poids des banques publiques est très faible en Jordanie.
24. Cela peut aussi indiquer l'existence de prêts de détresse. Voir Caprio et Kliengebiel (1996).
25. Dornbusch (1974) présente une argumentation analytique en faveur de la dépréciation dans le contexte d'une réduction tarifaire. Corden (1993) étudie des données empiriques récentes venant soutenir cet argument. Le risque de difficultés de balance des paiements dans un avenir immédiat ne doit pas être exagéré, car le taux de protection effectif devrait en fait augmenter à court terme tant au Maroc qu'en Tunisie. Voir Ottolenghi, op. cit.
26. Pour une interprétation du rôle qu'a joué l'insuffisance de la surveillance bancaire dans la crise asiatique, voir Krugman (1998).