

*Document de travail*

*Notes et analyses de l'ITCEQ*

N° 47 – 2017

Indice de libéralisation financière en Tunisie

Bouزيد AMAIRA



La présente note est la propriété de l'Institut Tunisien de la Compétitivité et des Études Quantitatives (ITCEQ). Toute reproduction ou représentation, intégrale ou partielle, par quelque procédé que ce soit, de la présente publication, faite sans l'autorisation écrite de l'ITCEQ est considérée comme illicite et constitue une contrefaçon.

Les résultats, interprétations et conclusions émises dans cette publication sont celles de l'auteur et ne devraient pas être attribués à l'ITCEQ, à sa Direction ou aux autorités de tutelle.

*Cette note est réalisée à l'Institut Tunisien de la Compétitivité et des Etudes Quantitatives (ITCEQ) en 2015, au sein de la Direction Centrale des Etudes Economiques, par Mr Bouzid Amaira Économiste Principal sous la supervision de Mme. Mounira Bouali, Directrice centrale des Etudes Economiques. L'auteur tient à remercier Mr. Habib Zitouna et Mr.Sami Boussida pour leurs remarques et leurs commentaires.*

## Sommaire

Introduction .....	4
I. Les composantes de la libéralisation financière .....	4
I.1. Libéralisation du taux d'intérêt (1987).....	5
I.2. Privatisation et élimination du contrôle de crédit direct .....	6
I.3. Réglementation et surveillance des banques .....	6
I.4. Barrières à l'entrée et réforme fiscale .....	8
II. La séquentialisation de la libéralisation financière.....	9
III. La vitesse des réformes financières .....	12
III.1. La libéralisation financière brutale.....	12
III.2. La libéralisation financière graduelle .....	14
IV. Construction de l'indice de libéralisation financière.....	14
Conclusion .....	23
<b>Bibliographie</b> .....	24

## Liste des tableaux

Tableau 1: Les étapes de libéralisation économique et financière .....	11
Tableau 2: Séquences macro-économiques et politiques financières.....	13
Tableau 3: La séquence de la libéralisation financière en Tunisie .....	16
Tableau 4: Indice standard de la libéralisation financière .....	17
Tableau 5: Résultats de l'analyse en composantes principales .....	19
Tableau 6: Indice amélioré de la libéralisation financière pour la Tunisie .....	21

## Liste des graphiques

Graphique 1: Indice de libéralisation financière de la Tunisie .....	18
Graphique 2: Indice amélioré de libéralisation financière de la Tunisie .....	22

## Introduction

Depuis le déclenchement du processus de libéralisation économique en 1987, diverses mesures visant à accroître la concurrence et l'efficacité du marché ont été mises en œuvre pour instaurer des instruments capables d'élargir et approfondir le système financier tunisien. Ainsi, la Tunisie a procédé à la suppression de barrières à l'entrée des banques commerciales et à la privatisation des banques publiques. En outre, la mise en évidence des instruments de politique monétaire comme la déréglementation des taux d'intérêt, la réduction des réserves obligatoires et le changement dans la position de politique monétaire directe ou indirecte, plaident non seulement en faveur de la diversification de produits financiers mais aussi en faveur de l'efficacité du financement de l'investissement et la demande interne qui constituent les principaux piliers de la croissance économique. De même, l'introduction de normes prudentielles, l'établissement des sociétés de financement et de placement, la révision des lois bancaires et la promulgation de la loi de recouvrement des créances visaient à assurer l'intégrité des banques et le maintien de la stabilité du système financier tunisien. Tous ces instruments étaient supposés réaliser les objectifs globaux de la concurrence et le bon fonctionnement des marchés monétaires et de capitaux.

De manière générale, la libéralisation financière est l'action de rendre l'économie plus libérale, plus conforme à la doctrine du libéralisme économique selon laquelle l'Etat ne doit pas, par son intervention, gêner le libre jeu de la concurrence<sup>1</sup>.

Selon Krueger (1986) le libéralisme peut être défini comme « *Toute action qui réduit l'effet restrictif des contrôles, soit parce qu'elle les supprime complètement, soit parce qu'elle remplace un dispositif de contrôles plus restrictif par un autre qui l'est moins* »<sup>2</sup>.

### I. Les composantes de la libéralisation financière

L'histoire des faits économiques fait apparaître une multitude d'expériences de libéralisation financière vécues par plusieurs pays dont les résultats diffèrent d'un pays à l'autre. A partir de ces expériences, la libéralisation financière totale reste théorique, toujours dans le monde,

---

<sup>1</sup> Larousse, 1998.

<sup>2</sup> Cité par Fanelli JM. et Frenkel R. (1994) : « Gradualisme, traitement de choc et périodisation », Revue Tiers Monde, Tome XXXV, n°129, Juillet- Septembre 1994, pp : 581- 611.

cette libéralisation s'est caractérisée par plusieurs éléments reflétant la variété des restrictions préalablement imposées. Les plus importantes peuvent être :

- Contrôle des variations du taux d'intérêt et d'autres contrôles des prix,
- La privatisation des intermédiaires étatisés et la réduction de la direction administrative des crédits par les agences publiques,
- L'administration de nouveaux entrants dans toutes les industries des services financiers et la suppression de protection légale pour la cartellisation des marchés financiers,
- Les réductions des réglementations commerciales sur les intermédiaires financiers
- Et la réduction fiscale, explicite et implicite, des intermédiaires financiers.

### **I.1. Libéralisation du taux d'intérêt (1987)**

La libéralisation des taux d'intérêt domestiques a été en grande partie au cœur des programmes de réformes financières dans plusieurs pays émergents, en raison de l'évidence croissante des effets adverses associés à la répression financière. En effet, un taux d'intérêt réel positif peut conduire l'économie à une situation où l'investissement peut connaître deux forces inverses. D'une part, un taux d'intérêt réel positif mobilise plus d'épargne, et accroît les ressources disponibles du secteur financier qui à leur tour favorisent une augmentation du niveau d'investissement. D'autre part, ce taux a tendance à décourager les entrepreneurs à investir dans des projets à faible rendement qui ne sont plus rentables à un coût élevé des fonds prêtables, par conséquent, le rendement moyen ou l'efficacité de l'investissement global tend à augmenter (Fry, 1997).

Il semble que l'élimination du plafonnement des taux d'intérêt assure une meilleure transformation des ressources en des moyens stables pour le financement de l'investissement. Cette thèse a été développée par McKinnon (1973) et Shaw (1973) qui attribuent les difficultés rencontrées par les pays émergents à la répression financière dont la principale forme est la fixation exogène et administrative de plafond des taux d'intérêt. Selon ces deux auteurs, ces distorsions sont à l'origine du blocage de la croissance des pays émergents. Ainsi, la libéralisation des taux d'intérêt et ses effets sur l'épargne, et l'investissement et par conséquent la manière avec laquelle, ils affectent la croissance découle de l'hypothèse de la complémentarité entre les encaisses monétaires et l'investissement. Cette hypothèse développée par McKinnon (1973) souligne la nécessité d'une épargne préalable à

l'investissement et donne aux intermédiaires financiers un rôle essentiellement technique. Ainsi, dans ce même contexte, la hausse de la quantité et de la qualité de l'investissement a des effets positifs sur le taux de croissance de la production. De ce fait, la libéralisation des taux d'intérêt joue aussi un rôle important dans le développement d'un marché interbancaire et un marché secondaire des titres publics qui est nécessaires pour améliorer les outils de contrôle de monnaie à travers des opérations d'open-market.

## **I.2. Privatisation et élimination du contrôle de crédit direct**

Les contrôles gouvernementaux sur le système financier peuvent être exercés aussi à travers la propriété de la majorité des institutions. Bien qu'il soit difficile de trouver un pays qui n'a pas un système financier contrôlé par l'Etat. Aujourd'hui, la Banque Centrale (BC) est la seule institution considérée naturellement comme généralement propriété exclusive de l'Etat.

La privatisation des institutions financières publiques est considérée comme une partie partielle de libéralisation financière. En outre, le succès des opérations de privatisation, dépendant de la capacité des banques privatisées, à porter un jugement indépendant en matière de performance, de recherche du profit et de distribution du crédit.

En plus, la variété des flux de capitaux fréquemment soumis à des contrôles, constitue, pour les décideurs, un instrument plus ou moins important dans les recommandations de la politique économique. Ces décideurs cherchent à déterminer l'ordre optimal du processus de libéralisation qui permet d'éviter l'apparition d'une crise financière. Ils ont à leur disposition les moyens de contrôle imposés aux différents flux de capitaux. Il convient de déterminer la durée (long ou court terme), l'opération (entrées ou sorties) et le type (bancaire ou non).

## **I.3. Réglementation et surveillance des banques**

L'objectif principal de la réglementation et de la surveillance prudentielle du secteur bancaire est de parvenir à la stabilité du système financier, d'obtenir la confiance du public en cette stabilité, de gérer le risque systémique et de protéger les clients. Au fait, la concurrence, la volatilité accrue du marché et le climat d'incertitude qui règne après la déréglementation et la libéralisation augmentent les risques, ce qui exige des autorités de renforcer la réglementation prudentielle et les pratiques de surveillance, notamment en ce qui concerne les exigences en matière de ratios des fonds propres et en ce qui concerne l'ampleur de la supervision des banques.

De même, la réglementation prudentielle englobe toute la gamme des risques encourus par le secteur bancaire. Le plus souvent, elle ne couvre que le risque de crédit. Les autres risques, tels que ceux liés aux défauts de paiement, à la liquidité et au taux d'intérêt, devraient également être pris en compte. Une surveillance effective doit faire en sorte que :

- Les autorités chargées de la surveillance disposent d'une indépendance suffisante par rapport à la sphère politique,
- Le cadre réglementaire en général repose sur des bases saines,
- Les autorités chargées de la surveillance disposent des ressources adéquates pour engager, former et retenir le personnel compétent et pour acquérir la technique appropriée,
- Les autorités disposent suffisamment de pouvoir pour assurer l'application de leurs décisions et
- Le système de supervision équilibre la surveillance externe et interne.

L'amélioration de la réglementation peut également contribuer à éviter le problème des prêts non-performants, l'émergence d'emprunt croisée entre banques et entreprises liées et la concentration des prêts dans des secteurs spécifiques.

Le succès de la réforme financière dépend aussi de la bonne rentabilité du secteur privé. En cas d'une surveillance bancaire inefficace et en cas d'une instabilité macro-économique, la libéralisation devrait se dérouler lentement et progressivement pour éviter toute entrave et rupture des contrats financiers due à une suppression soudaine de leur réglementation.

Dans le cas des économies émergentes dont le système financier repose sur des banques, la réglementation bancaire doit être conçue de façon à limiter la possibilité des banques de posséder des entreprises, à assurer une vaste diffusion de la propriété et à limiter les prêts appartenant à un secteur économique particulier à savoir le secteur bancaire lui-même.

La réglementation financière est également importante à la bonne santé du marché financier. Tout environnement réglementaire relatif aux marchés des titres devrait comporter des informations complètes sur les entreprises et sur l'audit externe. En outre, la réglementation sur les opérations trompeuses devrait être mise en place avant la libéralisation du marché des capitaux. Donc, il est important de disposer d'un système d'information approprié, mais cet élément de l'efficacité du système financier est négligeable dans la plupart des pays émergents qui se caractérisent par un manque d'informations complètes et précises, et par une

absence de normes comptables adéquates qui impliquent les principaux obstacles au développement financier dans ces pays. Ces obstacles pour être résolus, nécessitent des réformes institutionnelles énormes qui possèdent une infrastructure solide susceptible de fournir un système d'information suffisant, une estimation et une évaluation de crédit.

Ainsi, les exigences d'information et de transparence sont des éléments pertinents qui déterminent l'efficacité des marchés des titres. Or, dans la plupart des pays émergents, les sources d'informations fiables, précises et disponibles au public sont rares.

Face à un courant de déréglementation, de mondialisation, d'innovation financière et de diffusion technologique les marchés financiers entraînent une concurrence accrue et engendrent l'apparition des nouveaux types de risques notamment le risque de change et le risque de positionnement pour les opérations sur les titres. Dans les pays financièrement réprimés les banques, les emprunteurs et les prêteurs ne sont pas formés pour faire face à ces risques. La libéralisation financière doit s'accompagner d'un renforcement de la surveillance des banques et du système financier, et doit en même temps renforcer la capacité des banques à évaluer les nouveaux types de risques.

#### **I.4. Barrières à l'entrée et réforme fiscale**

L'ouverture du marché de capitaux dépend d'une consolidation sérieuse du budget et d'une disposition des instruments capables d'amortir les effets des chocs externes et de soutenir la solvabilité du système financier. Un marché libéralisé exige des instruments permettant de minimiser les effets inflationnistes et la surévaluation. Parmi ces instruments, la gestion optimale de la dette publique et du taux de change qui se situent au cœur de la politique monétaire et budgétaire.

A court terme, la maîtrise du budget de l'Etat se fait par la réduction des dépenses publiques de consommation et d'investissement, l'élimination des subventions et la privatisation ou l'abandon des entreprises publiques déficitaires. A long terme, la maîtrise de ce budget exige une réforme fiscale favorable à l'offre, soit par un élargissement de l'assiette d'imposition, et/ou par une simplification des structures fiscales, soit par la révision à la baisse des taux d'imposition pour les rendre plus compétitifs. La réforme fiscale doit également compenser la perte engendrée par la suppression des taxes explicites et implicites sur les intermédiaires financiers, une suppression obligatoire pour que l'élimination des contrôles sur les sorties de capitaux ne se traduise pas par une fuite.



La préparation et la mise en application d'une réforme fiscale, donnant naissance à un succès économique et budgétaire, dépendent des délais d'ajustement qui apparaissent un peu longs dans le cas des pays émergents. D'ailleurs, l'insuffisance des délais est parmi les causes principales qui expliquent l'échec des expériences dans ce domaine. Fisher et Reisen (1992) montrent que la réforme fiscale indonésienne mise en œuvre en 1983, semble une exception à cette série d'échecs car l'élargissement de l'assiette fiscale (exception faite du pétrole), la réduction des taux d'imposition et la simplification du système fiscal sont parvenus à faire augmenter les ratios des recettes fiscales au PIB de plusieurs points.

La maîtrise du budget de l'Etat et la réforme fiscale n'annulent pas immédiatement les conséquences sur le déficit budgétaire. La réduction des barrières à l'entrée des capitaux détruit la capacité des pouvoirs publics à maintenir des taux d'intérêt moins élevés sur les emprunts publics, ce qui protège le pays des attaques spéculatives et de la lutte contre la fuite des capitaux.

Généralement, en plus des six aspects sus-mentionnés, la réussite de la politique de libéralisation financière dépend des conditions initiales et d'un ordonnancement optimal à respecter. La séquence des mesures et la vitesse de libéralisation sont aussi importantes, dans la mesure où, un pays a la possibilité de choisir entre, soit une libéralisation brutale (rapide), soit une libéralisation prudente (progressive).

## **II. La séquentialisation de la libéralisation financière**

La séquentialisation est une autre dimension importante de la libéralisation financière relative à l'ordre optimal de la mise en œuvre des réformes. Les questions qui se posent s'articulent autour de la série chronologique de la libéralisation financière autrement dit doit-on commencer par libéraliser le secteur financier avant la libéralisation du secteur réel ou le contraire ? Doit-on le libéraliser en même temps ? Qui précède et qui suit l'autre ?

La réponse à ces questions n'a pas été laissée au hasard et dont McKinnon (1991) et Edwards (1989) ont argumenté deux grands principes.

En premier lieu, on commence à libéraliser les mouvements de capitaux une fois les conditions de réussite sont réalisées. Etant donné que le système financier et monétaire est contrôlé et que les taux d'intérêts sont administrés, les mouvements de capitaux sont

libéralisés. Ceci va entraîner une sortie massive des capitaux vers l'extérieur susceptible de provoquer une crise de la balance des paiements et une fragilité du système financier.

En deuxième lieu, on commence à libéraliser le compte courant avant le compte de capital. En effet, lorsque le système financier est libéralisé avant le compte de capital, un flux massif des capitaux va se produire et se traduire par une accumulation de réserves de change susceptible de provoquer une augmentation de la masse monétaire, une augmentation des prix et une appréciation du taux de change. Cependant, la réussite de la libéralisation des échanges commerciaux suppose une dépréciation du taux de change pour diminuer les importations et promouvoir les exportations. Ainsi, la séquentialisation consiste à déterminer l'ordre optimal de la libéralisation financière qui permet à la sphère monétaire de répondre aux besoins de la sphère réelle.

Le passage d'une économie financièrement réprimée et déséquilibrée vers une économie équilibrée se fait par une stratégie classique de libéralisation financière couplée par une séquentialisation optimale.

La séquentialisation est une dimension qui se caractérise par sa cohérence et sa souplesse. Sa cohérence s'exprime à travers un processus à plusieurs étapes distinctes mais complémentaires. Sa souplesse apparaît dans sa présentation en tant que chaîne causale non univoque.

Une fois remplies les conditions initiales de la libéralisation financière, il s'agit de définir l'ordre d'adoption ainsi que la vitesse de leur mise en évidence. Suite à l'échec des tentatives de la libéralisation financière en Amérique Latine (Argentine, Chili et Uruguay), ainsi que dans d'autres régions (Philippines), plusieurs travaux ont été consacrés à la détermination de la séquence des réformes. Dans ce cadre de nombreux auteurs s'accordent sur quatre séquences de libéralisation ({Edwards (1989), Krueger (1986), McKinnon (1991)}). La première et la seconde séquence concernent respectivement, la libéralisation du secteur réel domestique et la libéralisation du secteur financier local. La troisième et la quatrième séquence concernent respectivement la libéralisation des opérations courantes et la libéralisation des mouvements de capitaux.

**Tableau 1: Les étapes de libéralisation économique et financière**

sphère	Interne	Externe
<b>Réelle</b>	<b>Etape 1</b>	<b>Etape 3</b>
	-Stabilisation	-Libéralisation des opérations courantes (levée des barrières commerciales)
	-Libéralisation des prix	-Création d'un marché de changes et convertibilité externe de la monnaie
	-Levée des taxes implicites et explicites ainsi que des subventions	
	-Privatisation	
<b>Financière</b>	<b>Etape 2</b>	<b>Etape 4</b>
	-Restructuration et privatisation du système bancaire domestique	-Levée du contrôle des mouvements de capitaux
	-Création ou réactivation du marché monétaire	-Convertibilité totale de la monnaie

Source : Gassab (1997), p. 134.

La libéralisation de la sphère réelle comprend la stabilisation macro-économique, la libéralisation des prix, l'élimination des taxes et des subventions et les privatisations. Cette dernière doit se faire avant celle de la sphère financière pour plusieurs raisons.

Par exemple, Edwards (1986) a analysé la notion de périodisation par la comparaison entre deux séries chronologiques contraires à savoir l'Argentine et l'Uruguay qui ont commencé par la libéralisation de leur compte des opérations en capital et le Chili qui a commencé par la libéralisation de son compte des opérations courantes. Il constate que l'expérience chilienne est prise comme exemple de « bon » ordonnancement chronologique de la réforme, tandis que l'expérience de l'Argentine a été vouée à l'échec (la première des trois citées). Ceci s'explique par une libéralisation financière « prématurée » avant que la réforme commerciale ne soit achevée et avant que le déficit budgétaire ne soit assuré par l'Etat. De même, pour Saidane (1995) les investissements deviennent volatils et mal partagés et répondent à un comportement spéculatif de court terme et non à un comportement économique de long terme favorisant la croissance. Ainsi, pour lui, le retour à la répression financière est néfaste et l'ouverture de la sphère réelle s'impose. Aussi, en 1991 McKinnon a donné une importance

au lien entre la stabilisation et les réformes structurelles. Pour lui, il est impossible de libéraliser dans un environnement macro-économique instable.

Krueger (1986) arrive à la conclusion suivante : « *on est fondé à dire que le démantèlement optimal des contrôles pourrait commencer par le compte des opérations courantes, la fixation des prix agricoles et les marchés intérieurs du travail et des capitaux, en maintenant dans un premier temps les contrôles sur les transactions relevant du compte des opérations en capital. Ces contrôles seraient supprimés (graduellement ? d'un seul coup ?) dans une seconde phase de libéralisation, après que les ressources intérieures aient réagi aux signaux des politiques modifiés* ».

### **III. La vitesse des réformes financières**

La vitesse des réformes financières consiste à préciser le temps nécessaire pour l'installation complète des mesures correctrices et d'établir la durée pour retrouver la stabilité financière des économies. Cette dernière peut être rapide et dans ce cas, toutes les mesures sont prises ensemble. Ainsi, le passage d'un état de répression financière à un état de libéralisation financière peut se faire dans un délai très court sans prendre en compte les effets pervers qui en découlent.

Egalement, l'économie peut s'ajuster de manière progressive et prudente, et dans ce cas, les mesures sont prises une à une avec un délai trop long. Mais, il y a une probabilité de perdre l'objectif primordial fixé à l'avance suite à une période de réformes très longue. Nous abordons donc les deux cas extrêmes liés à la rapidité des différentes mesures à entreprendre.

#### **III.1. La libéralisation financière brutale**

Selon Villanueva et Mirakhor (1990), la vitesse de libéralisation financière dépend des conditions initiales des pays. Ils montrent que si la réforme est appliquée dans un environnement macro-économique instable et/ou si la surveillance et la supervision bancaire inefficace, alors la politique de libéralisation des taux d'intérêt doit être progressive. Inversement, la libéralisation des taux d'intérêt peut être prématurée.

Pour eux, quatre stratégies peuvent être identifiées qui dépendent d'un environnement macro-économique stable (SM) ou instable (IM) et d'une supervision bancaire adéquate (AS) ou inadéquate (IS) : (1) la stratégie (IM/IS), quand l'environnement macro-économique instable et la supervision bancaire fragile, (2) la stratégie (IM/AS), quand l'interaction entre

l'instabilité économique et l'aléa moral est largement compensée par une supervision bancaire, (3) la stratégie (SM/IS), quand l'économie est stable mais l'aléa moral dans les banques présente un problème potentiel à cause d'une supervision inadéquate, (4) la stratégie (SM/AS), quand l'économie est stable et la supervision bancaire est adéquate (voir tableau 2) le passage d'un état de répression à un état de libéralisation financière peut se faire dans un délai très court sans prendre en compte les effets pervers qui en découlent.

**Tableau 2: Séquences macro-économiques et politiques financières**

		Conditions initiales de pays				
		IM/IS	IM/AS	SM/IS	SM/AS	
<b>Stratégies</b>						
<b>Séquences</b>						
<b>Étape 1</b>	Stabilité économique et supervision renforcée bien que les taux d'intérêt soient réglementés.	Stabilité économique et supervision gardée, libéralisation graduelle du taux d'intérêt.	Economie stabilisée et supervision faible, tant que la supervision augmente, les taux d'intérêt sont réglementés temporairement	Maintenir la stabilité économique et la supervision, les taux d'intérêt peuvent être libéralisés		
<b>Étape 2</b>	Taux d'intérêt libéralisés	Taux d'intérêt libéralisés	Taux d'intérêt libéralisés			libéralisés totalement.

Source : Villanueva D. et Mirakhor A. (1990), p.522

Egalement, l'économie peut s'ajuster de manière progressive et prudente et dans ce cas, les mesures sont prises une à une avec un délai trop long. Mais, il y a une probabilité de perdre l'objectif primordial fixé à l'avance suite à une période de réformes très longue. Nous abordons donc les deux cas extrêmes liés à la rapidité des différentes mesures à entreprendre

Sur le plan théorique, le problème de périodisation de la libéralisation du secteur financier occupe une place particulière dans la littérature spécialisée pour deux raisons. D'abord, si la période de transition est permanente, la déréglementation du système financier ne peut être faite que lorsque l'économie aboutit à une phase de maturité appropriée. Ensuite, la longueur de la répression financière qui précède la politique de libéralisation financière entrave l'approfondissement financier et engendre des effets néfastes sur la croissance économique. Il serait donc utile de mettre un programme d'apprentissage des nouvelles règles.

Au total, l'application d'une politique de libéralisation financière laxiste ne peut être faite que dans une économie stable et un ordonnancement optimal qui prévoit le passage de la stabilisation à la croissance.

### **III.2. La libéralisation financière graduelle**

L'expérience tunisienne en matière de libéralisation financière s'avère très prudente. Il apparaît que les rigidités conjoncturelles et les déséquilibres macro-économiques justifient les réformes par étapes mais, il faut agir avec décision. En effet, lorsque la réforme est graduelle, la libéralisation risque de perdre son impulsion avec le temps. De même, plus les mesures de réformes sont rapides et profondes, plus les gains potentiels sont importants mais plus le passage risque d'être coûteux.

D'après la Banque Mondiale dans le rapport sur le développement dans le monde de 1989, la libéralisation du système financier ne doit être ni trop rapide ni trop longue. Si la libéralisation est trop rapide, les entreprises pourraient encourir de lourdes pertes et lorsque la libéralisation est trop longue, le prix à payer pour la persistance de l'inefficacité financière sera plus élevé. De plus, McKinnon (1991) analyse la voie optimale de la libéralisation financière par référence à l'expérience japonaise. Il conclut que le Japon n'a commencé à libéraliser son système financier qu'à une époque récente, après que les conditions initiales soient remplies.

Naturellement, les gouvernements doivent s'engager dans la voie de réformes avec prudence, dans la mesure où, la stabilisation macro-économique et la supervision bancaire sont importantes pour l'approfondissement financier et pour la croissance économique.

Face à un courant de déréglementation, de mondialisation, d'innovation financière et de diffusion technologique, les marchés financiers créent une concurrence accrue qui entraîne l'apparition de nouveaux types de risques notamment le risque de change et le risque de positionnement pour les opérations sur les titres. Dans les pays financièrement réprimés les banques, les emprunteurs et les prêteurs ne sont pas formés pour faire face à ces risques. A cet égard, la libéralisation financière doit s'accompagner d'un renforcement de la surveillance des banques et du système financier et doit en même temps renforcer la capacité des banques à évaluer les nouveaux types de risques.

## **IV. Construction de l'indice de libéralisation financière**

La libéralisation financière est un processus qui implique la mise en œuvre d'un certain nombre de politiques comme dicté ci-dessus. Ce qui laisse déduire qu'il est important de

savoir le stade de libéralisation pour évaluer le processus et prendre les mesures d'accompagnement nécessaires. A cet effet, et vu la disparité des informations et des ratios qui couvrent les transactions financières plusieurs tentatives de mesure synthétiques ont été développées pour construire un indice de libéralisation financière (ILF).

Bandiera, Caprio et al. (2000) et Laeven (2000) ont construit un indice de libéralisation financière pour huit pays en développement en incluant huit principales composantes couvrant plusieurs domaines relatifs aux transactions financières, qui sont (1) les taux d'intérêt, (2) les mesures de compétitivité, (3) les réserves obligatoires, (4) le contrôle de crédits, (5) la propriété des banques, (6) la réglementation prudentielle, (7) le stock du marché financier, et (8) la libéralisation financière internationale.

Laeven (2000) a construit un indice similaire pour 13 pays en développement. Il prend sans tenir compte des aspects liés aux marchés boursiers et du secteur extérieur dans son indice six mesures de libéralisation financière.

Auparavant, Demetriades et Luintel (1997) ont construit un indice de répression financière pour l'Inde en incluant neuf politiques de répression différentes.

En se référant à la même optique, Laurenceson et Chai (2003) ont construit un indice de répression financière similaire pour la Chine.

Dans ce contexte et du fait des nouveaux défis que la Tunisie est appelée à relever en matière de libéralisation financière, il est fructueux de faire une évaluation du schéma de libéralisation financière suivi par la Tunisie, et ce, à travers la construction d'un indice de politique financière.

L'indice de la politique financière doit suivre les six aspects qui déterminent le processus de libéralisation financière déjà mentionnés auparavant à savoir :

- Libéralisation des taux d'intérêt;
- Instauration des réserves obligatoires;
- Instauration de la réglementation prudentielle;
- Levée des barrières à l'entrée du système bancaire et financier;
- Suppression de l'allocation sectorielle de crédits;
- Privatisation des banques d'Etat.

Quant aux aspects complémentaires relatifs au rythme et à l'ordonnement de la réforme tunisienne, la mise en place des Plans d'Ajustement Structurel imposés par les grandes organisations internationales comme la Banque Mondiale et le Fonds Monétaire International ont laissé aux autorités monétaires (Banque Centrale, Gouvernement...) la responsabilité d'entreprendre toute une série de réformes sans aucune recommandation d'ordre ou de vitesse.

Le schéma de libéralisation financière retrace pour le système bancaire et financier tunisien la séquence d'application d'un ensemble des mesures qui touchent tous les aspects et les éléments de la libéralisation financière.

**Tableau 3: La séquence de la libéralisation financière en Tunisie**

Année d'application de la mesure	1980	1987	1989	1992	1993	1996	1997
Taux d'intérêt		x					
Barrières à l'entrée						x	
Réserves obligatoires			x				
Contrôle du crédit					x		
Privatisation							x
Réglementation prudentielle				x			
Total des mesures mises en œuvre	0	1	2	3	4	5	6
Nombre d'années				11			

**Source :** divers rapports de FMI et working papers, divers rapports de la banque mondiale, working papers and discussion papers, Demirgüç-Kunt and Detragiache (1998) et Luc Laeven (2000).

Ce tableau indique la séquence de libéralisation financière tout en respectant chacune des six différentes mesures. Les cases cochées indiquent l'année et le type de mesure de libéralisation en question qui arrive à effet. Le nombre 2 indique la mise en œuvre de deux mesures en 1989, et le nombre 6 indique que nous atteignons les six (6) mesures. On remarque que les premiers pas du processus de libéralisation financière de la Tunisie se sont étalés sur 11 ans. De plus, ce tableau montre que la déréglementation des taux d'intérêt s'est faite dans la première étape et que les étapes adoptées n'ont respecté aucun ordre.



Afin de déterminer l'indice de libéralisation financière, chaque variable de libéralisation peut prendre une valeur comprise entre 0 et 6 (Tableau 4). Quand un secteur particulier est entièrement libéralisé, cette variable prend une valeur de 1 et quand ce secteur reste réglementé, il prend une valeur de 0.

**Tableau 4: Indice standard de la libéralisation financière**

Années	DTI	SBE	RRO	ACC	RSB	PBE	ILF
1980	0	0	0	0	0	0	0
1981	0	0	0	0	0	0	0
1982	0	0	0	0	0	0	0
1983	0	0	0	0	0	0	0
1984	0	0	0	0	0	0	0
1985	0	0	0	0	0	0	0
1986	0	0	0	0	0	0	0
1987	1	0	0	0	0	0	1
1988	1	0	0	0	0	0	1
1989	1	0	1	0	0	0	2
1990	1	0	1	0	0	0	2
1991	1	0	1	0	0	0	2
1992	1	0	1	0	1	0	3
1993	1	1	1	1	1	0	5
1994	1	1	1	1	1	0	5
1995	1	1	1	1	1	0	5
1996	1	1	1	1	1	0	5
1997	1	1	1	1	1	1	6
1998	1	1	1	1	1	1	6
1999	1	1	1	1	1	1	6
2000	1	1	1	1	1	1	6
2001	1	1	1	1	1	1	6
2002	1	1	1	1	1	1	6
2003	1	1	1	1	1	1	6
2004	1	1	1	1	1	1	6
2005	1	1	1	1	1	1	6
2006	1	1	1	1	1	1	6
2007	1	1	1	1	1	1	6
2008	1	1	1	1	1	1	6
2009	1	1	1	1	1	1	6
2010	1	1	1	1	1	1	6
2011	1	1	1	1	1	1	6
2012	1	1	1	1	1	1	6
2013	1	1	1	1	1	1	6
2014	1	1	1	1	1	1	6
2015	1	1	1	1	1	1	6

Source : SPSS, calcul ITCEQ

La description des variables utilisées dans la construction de l'indice de libéralisation financière et la date de leur mise en œuvre sont présentées ci-dessous.

DTI : Déréglementation du Taux d'Intérêt - 1987.

SBE : Suppression de Barrières à l'Entrée - 1993.

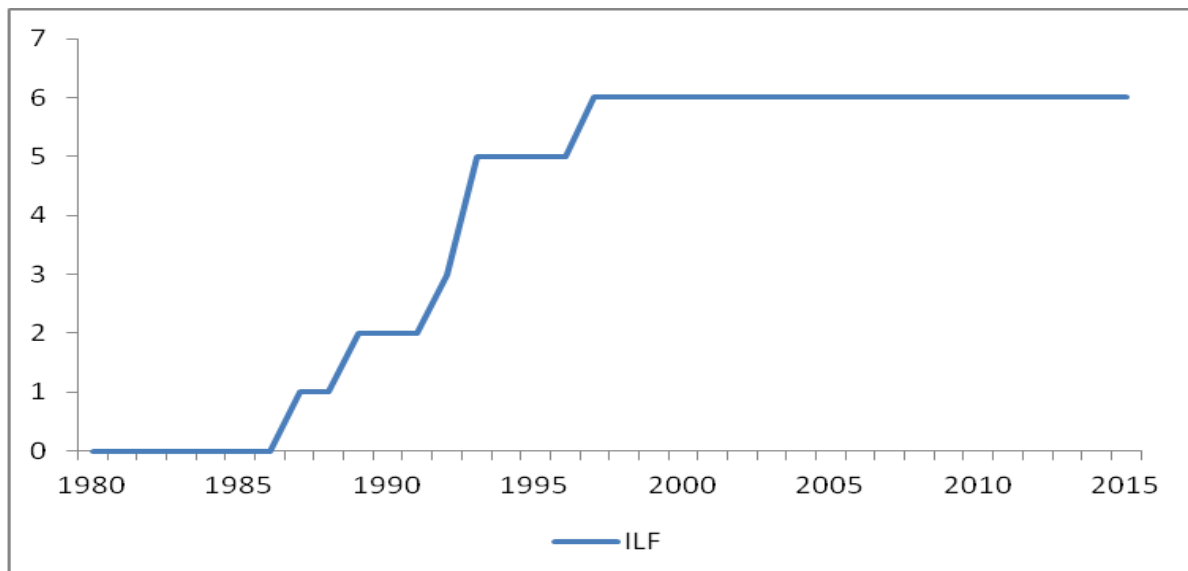
RRO : Réduction dans les exigences de Réserves Obligatoires - 1989.

ACC : Assouplissement dans les contrôles de crédit - 1993.

RSB : Règlements et Surveillance Bancaire - 1992.

PBE : Privatisation des Banques appartenant à l'Etat – 1997.

**Graphique 1: Indice de libéralisation financière de la Tunisie**



Source : Banque Mondiale, Calcul de l'auteur

Les résultats issus de cette première tentative de mesure de la libéralisation financière montrent que le processus tunisien a pris une allure ascendante qui a atteint son maximum vers les années 1993-1994, date à partir de laquelle le rythme de mesures a touché tous les aspects relatifs à la libéralisation financière.

Considérant certaines faiblesses d'ordre technique de cet indice, notamment les valeurs nulles pour les années avant la mise en œuvre de la réforme financière, il s'avère nécessaire d'améliorer la qualité de cet indice pour mieux capter l'effet sur les performances économiques de la Tunisie.

A ce titre des changements d'ordre méthodologique ont été adoptés pour améliorer la qualité technique de cet indice de libéralisation financière. Précisément, les lacunes techniques concernent la conception et les poids de chacun des éléments clés de la libéralisation financière. En d'autres termes, quelle est l'importance de chacun des six aspects dans l'indice de la libéralisation financière ?

Les investigations menées à ce titre montrent que la méthode d'analyse en composantes principales peut contourner ce problème. En effet, la conception théorique montre que l'ILF est la résultante des six aspects susmentionnés et reste la validation empirique de cette conception.

Les résultats issus de la méthode d'analyse en composantes principales montrent que les variables relatives aux six aspects de libéralisation financière sont factorialisables dans une seule composante qui représente l'indice de libéralisation financière.

**Tableau 5: Résultats de l'analyse en composantes principales**

Composantes	Valeurs propres initiales			Extraction Sommes des carrés des facteurs retenus		
	Total	% de la variance	% cumulés	Total	% de la variance	% cumulés
1	4,875	81,251	81,251	4,875	81,251	81,251
2	,643	10,711	91,963			
3	,285	4,744	96,707			
4	,130	2,173	98,880			
5	,067	1,120	100,000			
6	-1,322E-16	-2,203E-15	100,000			

Méthode d'extraction : Analyse en composantes principales.

Prendre la première composante principale qui représente 80 pour cent de la variance totale, dans l'ensemble des variables financières.

#### Matrice des composantes

	Le poids du facteur i dans l'indice
ACC Assouplissement dans les contrôles de crédit	,961
DTI Déréglementation du Taux d'Intérêt	,801
PBE Privatisation des Banques appartenant à l'Etat	,826
RRO Réduction dans les exigences de Réserves Obligatoires	,888
RSB Règlements et Surveillance Bancaire	,957
SBE Suppression de Barrières à l'Entrée	,961

Ainsi, l'ILF est donné par l'équation suivante :

$$ILF_t = \sum_i \alpha_i F_{it}$$

Avec :  $\alpha_i$  le poids du facteur i dans l'indice,  $F_{it}$  la variable i à l'instant t

$$ILF_t = 0.801 DTI_t + 0.961 SBE_t + 0.888 RRO_t + 0.961 ACC_t + 0.957 RSB_t + 0.826 PBE_t$$

L'indice pour les composantes individuelles de la politique de libéralisation financière est calculé en substituant les valeurs de  $DTI_t$ ,  $SBE_t$ ,  $RRO_t$ ,  $ACC_t$ ,  $RSB_t$  et  $PBE_t$  de l'équation dans le tableau 4 et en multipliant par les valeurs respectives de  $\alpha_i$ . L'indice de libéralisation financière pour chaque année est la moyenne pondérée des valeurs des éléments de la politique financière pour l'année concernée.

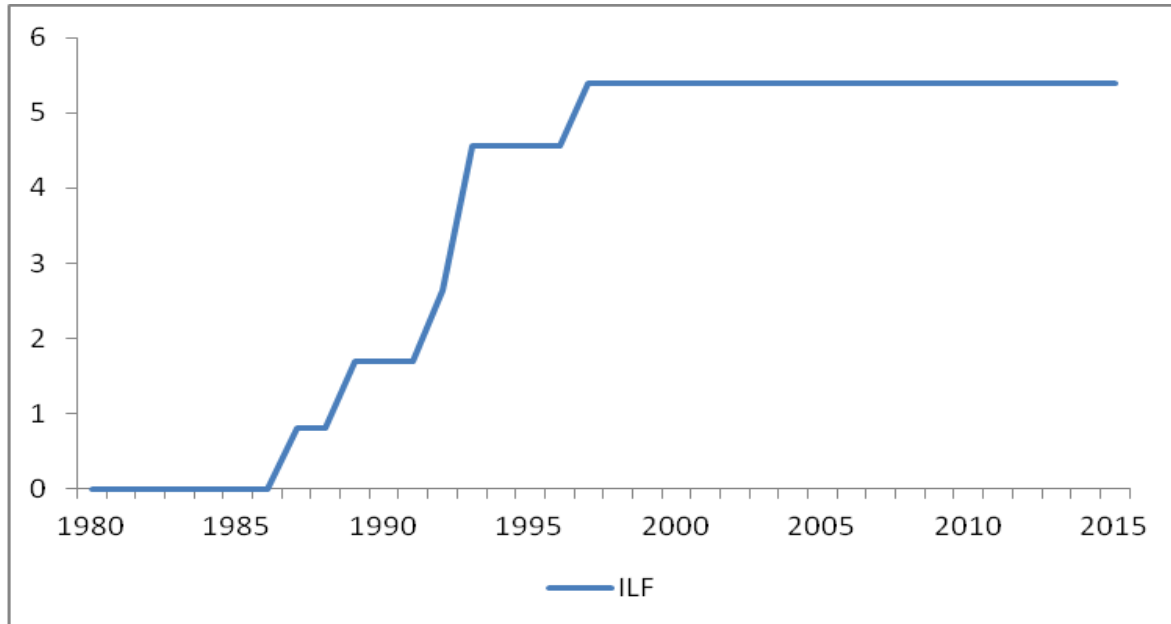
**Tableau 6 : Indice amélioré de la libéralisation financière pour la Tunisie**

Années	DTI	SBE	RRO	ACC	RSB	PBE	ILF
1980	0	0	0	0	0	0	0
1981	0	0	0	0	0	0	0
1982	0	0	0	0	0	0	0
1983	0	0	0	0	0	0	0
1984	0	0	0	0	0	0	0
1985	0	0	0	0	0	0	0
1986	0	0	0	0	0	0	0
1987	0	0,801	0	0	0	0	0,801
1988	0	0,801	0	0	0	0	0,801
1989	0	0,801	0	0,888	0	0	1,689
1990	0	0,801	0	0,888	0	0	1,689
1991	0	0,801	0	0,888	0	0	1,689
1992	0	0,801	0	0,888	0,957	0	2,646
1993	0,961	0,801	0	0,888	0,957	0,961	4,568
1994	0,961	0,801	0	0,888	0,957	0,961	4,568
1995	0,961	0,801	0	0,888	0,957	0,961	4,568
1996	0,961	0,801	0	0,888	0,957	0,961	4,568
1997	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
1998	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
1999	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2000	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2001	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2002	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2003	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2004	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2005	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2006	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2007	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2008	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2009	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2010	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2011	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2012	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2013	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2014	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394
2015	0,961	0,801	0,826	0,888	0,957	0,961	5,394

Source : SPSS, calcul ITCEQ

Le chiffre de l'indice de libéralisation financière (ILF) donné dans la dernière colonne du tableau ci-dessus est illustré dans le graphique 2.

**Graphique 2: Indice amélioré de libéralisation financière de la Tunisie**



Source : Banque Mondiale, compilation ITCEQ.

L'indice amélioré de libéralisation financière est un indice synthétique calculé à partir de la moyenne pondérée des scores relatifs aux réformes financières et monétaires, notamment, le taux d'intérêt, les réserves obligatoires, le contrôle des crédits, la privatisation bancaires, l'élimination des barrières à l'entrée et la réglementation prudentielle on s'intéresse moins à sa valeur qu'à sa tendance dans le temps.

L'ILF s'interprète de la façon suivante : lorsque le système financier est soumis à des mesures de politique financière administrée, l'indice de libéralisation financière a une évolution descendante, par contre, lorsque les autorités monétaires mettent en place une politique de libéralisation financière, la tendance de l'ILF sera à la hausse.

L'examen de la tendance de l'indice de libéralisation financière montre que l'évolution de l'ILF reflète bien les effets des mesures mises en œuvre par les autorités monétaires. En effet, sur la période 1980-1986, l'évolution de l'indice correspond aux années pendant lesquelles les autorités monétaires tunisiennes ont pratiqué une politique de financement administrée. Puis, le niveau s'est élevé à partir de 1987, l'année où les premières mesures de libéralisation financière furent appliquées en Tunisie.

## Conclusion

Par rapport aux études antérieures ayant trait aux sujets traitant soit la libéralisation financière partielle, soit la libéralisation totale en adoptant une démarche descriptive et non synthétique en traitant chaque mesure à part, la présente étude à la particularité d'avoir un avis synthétique sur le processus de libéralisation financière. Une telle particularité permet non seulement d'identifier le stade de libéralisation, mais aussi, elle constitue une base pour l'évaluation l'avancement de processus sur l'activité réelle de l'économie. En effet, l'indice de libéralisation financière pour la Tunisie montre que la décennie 1987-1997 a été la période au cours de laquelle la plupart des mesures de libéralisation financière étaient mises en œuvre et qu'à partir de 1997, la libéralisation a atteint son maximum.

Toutefois, il est à signaler que la libéralisation financière tunisienne reste incomplète puisqu'elle n'a pas abouti à une libre circulation des flux de capitaux et à un dynamisme du marché financier. Ce constat mérite d'être étudié pour savoir les causes principales qui expliquent le faible niveau de la finance directe.

La plupart des études antérieures n'ont pas correctement inclut une mesure précise de la libéralisation financière. Ces études ont soit traite de la libéralisation financière partielle ou totale, ne prenant en compte que la date où le système financier est totalement libéralisé. Ceci est fallacieux, en particulier lors de l'évaluation de l'impact de la libéralisation financière sur les agrégats macro-économiques.

## Bibliographie

**Amaira B. (2003) :** « Libéralisation financière et croissance économique : Approche en données de panel », Communication lors de la 20<sup>èmes</sup> Journées Internationales d'Economies Monétaire et Financière, BIRMINGHAM, 5 et 6 juin 2003, 20p.

**Bandiera O., Capio G., Honohan P. & Schiantarelli F. (2000):** «Does Financial Reform Raise or Reduce Savings? », *Review of Economics and Statistics* 82(2), pp: 239-263.

**Demirguc-Kunt A. et Detragiache E. (1998):** « Financial Liberalization and financial fragility », *IMF Working paper series / WPS* 1917, 48p.

**Demetriades P. & Luintel K. (1997):** « The direct cost of financial repression: evidence from India », *The Review of Economics and Statistics*, vol. LXXIX, n° 2, pp: 311-320.

**Edwards S. (1989):** « Sequencing of Structural Reforms », *Working Paper, N°3138, National Bureau of Economic Research*, Cambridge.

**Fanelli JM. et Frenkel R. (1994) :** « Gradualisme, traitement de choc et périodisation », *Revue Tiers Monde*, Tome XXXV, n°129, Juillet- Septembre 1994, pp : 581- 611.

**Fischer B. et Reisen H. (1992):** « Vers la liberté des mouvements de capitaux », OCDE, 28p.

**Fry M.L. (1997):** « In Favour of Financial Liberalization », *Economic Journal*, Vol. 107, n° 442, pp: 754-770.

**Gassab M. (1997):** « la libéralisation financière dans les pays en développement: des fondements économiques aux analyses d'économie politique », Thèse, Paris 1, 826 p.

**Laeven Luc (2000):** « Does Financial liberalization Relax Financing Constraints on Firms? », *POLICY RESEARCH WORKING PAPER* 2467, 56p.

**Laurenceson J. and Chai J. (2003):** « Financial Reform and Economic Development in China », University of Queensland, Australia, Edward Elgar Publishing, Inc., UK, 177p.

**McKinnon R.I. (1973):** « Money and capital in economic development », *The Brookings Institution*, Washington.

**McKinnon R.I. (1991):** « The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy », *the Johns Hopkins University Press*, Baltimore and Londres.



**Saidane D. (1995) :** « Libéralisation financière, séquentialisation et marchés des capitaux : Le cas de la Tunisie », *Annales d'Economie et de Gestion*, Vol. 3, n°5, octobre, pp : 73-111.

**Shaw E.S. (1973):** « Financial Deepening in Economic Development », *Oxford University Press*, New York.

**Villanueva D. and Mirakhor A. (1990):** « Strategies for Financial Reforms: Interest Rate Policies, Stabilization, and Bank Supervision in Developing Countries », *IMF Staff Papers*, Vol. 37, Issue 3, pp: 509-536.