



« Libéralisation financière, impact sur la croissance économique des pays émergents »

Mémoire présenté en vue de l'obtention du diplôme de Master en Sciences de gestion
par

Chloé Togola

Promoteur : **Nathalie Gilson**

Université Catholique de Louvain
Louvain School of Management
Master 120 en Sciences de gestion

Année académique 2018-2019

Remerciements

Je tiens à exprimer ma sincère reconnaissance à Madame Nathalie Gilson, ma promotrice de mémoire, pour m'avoir accepté sous sa direction, pour ses qualités humaines, l'encadrement scientifique ainsi que l'atmosphère de confiance et d'autonomie dont j'ai pu bénéficier.

Sa disponibilité, ses remarques toujours pertinentes m'ont permis d'avancer dans mes recherches et de mener ce travail à son terme.

Mes remerciements vont également à Monsieur Bertrand Candelon, pour son cours de « Financial Innovation » et pour m'avoir transmis des documents en lien avec mon sujet.

Enfin, je remercie ma famille ainsi que mes amis pour leur constant soutien qui, d'une manière ou d'une autre, a fortement contribué à l'aboutissement de ce travail.

Togola Chloé, le 12 août 2019

Résumé

Dès le début des années 70, de nombreux pays émergents se sont engagés dans des politiques de libéralisation financière avec pour ambition, une hausse du développement financier et de la croissance de long terme.

Ainsi, la libéralisation financière était perçue, par la plupart, comme un moyen simple et efficace de sortir du sous-développement et de booster la croissance économique. Cette affirmation fut soutenue par de nombreux économistes qui confirment le lien étroit entre le développement du secteur financier et la croissance économique.

Cependant, l'échec de certains pays dans le courant des années 1980 a soulevé le scepticisme de nombreux économistes et décideurs politiques. La relation finance-croissance n'était pas seulement remise en question, mais il y avait là, une réelle prise de conscience de l'effet que pouvait avoir la sphère financière sur la sphère réelle.

Ce paradigme de la libéralisation financière poussa bon nombre de théoriciens à re-penser d'une part l'implication et les effets que celle-ci pouvait avoir dans l'économie et d'autre part, les conditions préalables nécessaires à l'application d'une telle politique.

L'objet de ce mémoire sera donc d'analyser le phénomène de manière générale en étudiant la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique dans les pays dits « émergents ».

Tables des matières

Remerciements	i
Résumé	ii
Tables des matières	iii
Listes des tableaux.....	v
Listes des figures	vi
Introduction	1
Chapitre 1 : Libéralisation financière (littérature théorique et empirique)	3
Section 1 : Fondamentaux théoriques et revue de la littérature récente.....	3
1.2 Les théories de Mc.Kinnon et Shaw.....	5
1.2.1 McKinnon (1973) : Economie fragmentée et complémentarité entre monnaie et capital	5
1.2.2 Shaw (1973) : Ouverture et approfondissement financier.....	6
1.3 Répression financière : Définition et postulats.....	8
1.3.1 La répression financière selon Mc.Kinnon.....	8
1.3.2 Caractéristiques et implications de la répression financière	9
1.4 De la répression financière à la libéralisation financière	10
1.4.1 Prolongement de la théorie de la libéralisation financière de Mc.Kinnon et Shaw	12
1.5 Caractéristiques de la libéralisation financière.....	14
1.5.1 La libéralisation du secteur financier, des marchés financiers et du compte capital	14
1.5.2 La libéralisation internet et externe.....	15
1.5.3 Rôle de la vitesse et de la durée du processus de libéralisation financière	16
Section 2 : Revue des travaux empiriques.....	18
2.1 Libéralisation financière et croissance économique.....	18

2.2 Libéralisation financière et cadre institutionnel	20
2.3 Libéralisation financière et crises bancaires.....	20
Conclusion.....	21
Chapitre 2 : Examen empirique du lien entre libéralisation financière et croissance économique	22
Section 1: Modèle économétrique.....	23
1.1 Description de l'échantillon de l'étude	23
1.2 Hypothèse du modèle	23
1.3 Spécification du modèle	23
1.3.1 Variables à l'étude.....	24
1.3.2 Limites de l'étude économétrique	29
Section 2: Statistiques descriptives et étude économétrique	31
2.1 Statistiques descriptives	31
2.2 Choix du modèle économétrique.....	31
2.3 Interprétations des paramètres.....	34
Conclusion générale	38
Bibliographie	39
ANNEXES	45
Annexe A : Liste des pays et des dates de libéralisations	45
Annexe B : Liste des variables utilisées dans le modèle.....	45
Annexe C : Statistiques descriptives	46
Annexe D : Test d'hétérogénéité spécifique GHM	46
Annexe E: Test d'hétérogénéité individuelle KW	47
Annexe F : Modèle à effets fixes (FE) vs aléatoires (Test d'Hausman)	47
Annexe G : Test de corrélation spatio-temporelle des résidus (Test de Pesaran)	48
Annexe H : Test d'hétéroscédasticité des résidus (Test de Breusch-Pagan).....	48
Annexe I: Test de corrélation sérielle des résidus (Test de Wooldridge)	49

Listes des tableaux

Tableau 1: Table de coefficient du modèle pour la période 1980-1997.....	35
Tableau 2: Table de coefficient du modèle pour la période 1998-1999.....	36

Listes des figures

Figure 1: Les effets de la répression financière sur l'épargne et l'investissement	Erreur !
Signet non défini.	
Figure 2: Indices de développement financier.....	27

Introduction

Au cours de ces quatre dernières décennies, l'économie mondiale a subi de multiples transformations et la finance en a été une des composantes.

Le système financier joue un rôle déterminant dans l'économie à travers un ensemble de fonctions (transfert de fonds, fourniture des moyens de paiements, gestion des risques etc.). Celui-ci revêt d'une importance particulière dans les efforts de développement allant même à être perçu comme une variable instrumentale de tentative de décollage économique.

Ce constat fut mené par de nombreux économistes qui s'accordent à dire, sur base d'études théoriques et empiriques, qu'il existe un lien étroit entre le degré de développement de l'appareil financier et le taux de croissance de l'économie.

À ce propos, les économistes Mc.Kinnon et Shaw à travers leurs travaux, ont mis en évidence l'importance la portée de la libéralisation financière sur la croissance économique. Ces auteurs ont insisté sur le principe de désengagement de l'état dans le secteur financier car certaines restrictions étatiques pourraient selon eux, être à l'origine d'une baisse de l'épargne ce qui entraverait l'affectation efficace des ressources et affecterait négativement l'économie.

Par ailleurs, dans le courant des années 70 et 80, on assista à un vaste mouvement de libéralisation et d'innovation financières. De nombreux pays émergents et en voie de développement se sont hâtivement engagés dans des politiques de libéralisation financière afin de tirer profit de l'économie mondiale (Allégret et al.,2003).

La libéralisation financière était perçue, par de nombreux pays, comme un moyen de renforcer la croissance économique au travers du développement d'un secteur bancaire privé, de la déréglementation des taux d'intérêt, de l'ouverture aux banques étrangères ainsi qu'aux capitaux internationaux (Lima, 2012).

Cependant, avec le démarrage du mouvement de libéralisation financière à partir de la fin des années 70, les périodes de crises bancaires devinrent récurrentes. Ces crises touchèrent un large éventail d'économies émergentes. Citons à titre d'exemple la crise mexicaine de 1981-1991, les crises argentines répétées (1980-1982, 1989-1990, 1995 et 2001-2008) ainsi que les crises asiatiques de 1997-2003 (Lima, 2012).

Suite à ces épisodes de crises, la finance en général et la banque en particulier ont été sur la sellette. De nombreux économistes ont commencé à se questionner sur l'utilité et l'efficacité de la libéralisation financière, remettant ainsi en question son bien fondé.

Certaines études ont tenté de démontrer les raisons pour lesquelles la libéralisation financière pourrait échouer et se traduire par une crise. D'autres études ont cherché à montrer qu'un certain niveau de développement économique était indispensable pour favoriser l'efficacité du marché et minimiser les effets néfastes que pourrait entraîner la libéralisation financière sur la stabilité du système financier.

Cela dit, le lien de causalité de l'impact de la libéralisation financière sur la croissance économique ne fait point l'unanimité parmi les théoriciens.

A la lumière de ce débat, nous tenterons dans le cadre de ce mémoire, d'étudier et de comprendre le phénomène d'ouverture financière et de déterminer son impact sur certains pays émergents.

Ce mémoire a donc pour principal objectif d'apporter des éléments de réponse à la question suivante : « La libéralisation financière a-t-elle un impact sur la croissance économique des pays émergents et lequel ? ».

Pour ce faire, nous avons choisi de structurer ce travail en deux parties: Dans le premier chapitre, nous développerons les fondements théoriques et empiriques de la libéralisation financière.

La littérature concernant les relations entre développement économique et libéralisation financière étant assez contradictoire, nous allons dans le deuxième chapitre tenté d'éclaircir le sujet à l'aide, cette fois, des techniques économétriques de régression en panels.

Chapitre 1 : Libéralisation financière (littérature théorique et empirique)

Dans cette première partie, après avoir défini la libération financière, nous exposerons les bases de la théorie qui s'y rapporte.

Pour ce faire, nous développerons les théories de Mc.Kinnon et Shaw, le concept de répression financière et ses implications pour enfin finir par les caractéristiques de la libéralisation.

Nous tenterons également de faire une étude de l'impact de la libéralisation financière sur la croissance sur le plan empirique.

Nous exposerons ainsi les différents travaux qui s'intéressent à la relation entre la libéralisation financière et la croissance et à celle entre la libéralisation et les crises.

Section 1 : Fondamentaux théoriques et revue de la littérature récente

Partant d'un postulat théorique, la notion de libéralisation financière va apparaître au début des années 70 dans les écrits de R.I. McKinnon (1973) et E. Shaw (1973) à travers l'école dite de la répression financière.

Ces auteurs présentent la libéralisation du secteur financier comme un moyen efficace et relativement simple pour accélérer la croissance économique des pays en voie de développement. Selon ces auteurs, le secteur financier joue un rôle essentiel dans le processus de croissance mais il peut être néanmoins limité dans un contexte de répression financière.

Les principales suggestions issues de cette école tendent à libéraliser le secteur financier dont le but premier est d'assurer la croissance des taux d'épargne et d'investissement tout en améliorant l'efficacité du capital (Turunc Garip, 1999, p90).

La théorie de McKinnon et Shaw a été prolongée par bon nombre d'économistes tel que Kapur (1976), Vogel et Buser (1976), Galbis (1977) et Mathieson (1980).

Toutefois, l'échec de ces politiques de libéralisation dans certains pays en voie de développement fut à l'origine de nouvelles analyses, notamment celles des Néo-structuralistes Taylor (1983) et Van Winjbergen (1983), celles des post-Keynésiens Burkett et Dutt (1991) et celles liées aux problèmes informationnels de Stiglitz et Weiss (1981).

Malgré le fait que ces analyses visent à montrer les limites de la libéralisation financière sur la croissance économique, la littérature récente continue à avancer des arguments empiriques et théoriques en faveur du libre mouvement des capitaux.

Dès lors, la libéralisation financière stimule-t-elle réellement la croissance économique, et par quels canaux ? Ou, au contraire, est-elle source d'instabilité économique ?

Cette section tentera de répondre à ces deux questions au travers d'une revue des fondamentaux théoriques.

1.1 Libéralisation financière : Définitions et postulats

La définition de libéralisation financière n'est ni universelle ni unique, plusieurs définitions existent parmi lesquelles nous citerons celle de Boyer et Al :

« La libéralisation financière est définie comme un processus de démantèlement de toute forme de contrôle réglementaire quantitatif ou qualitatif à caractère restrictif imposé par l'état sur les structures institutionnelles, les instruments et les activités des agents sur les différents segments du secteur financier, non seulement au niveau interne mais aussi à l'échelle internationale » (Boyer et Al, 2004).

La littérature de la libéralisation financière a été principalement bâtie sur les travaux de Mc.Kinnon (1973) et Shaw (1973) à travers l'école dite de la répression financière.

Celle-ci s'est hâtivement répandue dans le monde avec pour objectif un développement de l'économie passant par un développement du système financier.

Entrées de capitaux, hausse de l'investissement et de la croissance, développement du marché financier national, incitation à l'innovation, sont les maîtres-mots de cette libéralisation (Papaioannou, 2009).

Dans de nombreux pays en voie de développement, il n'existe que peu ou pas de marchés financiers. Dès lors, le secteur bancaire est amené à jouer un rôle considérable dans le processus d'allocation des ressources.

A ce titre, les gouvernements le considèrent, très souvent comme étant un secteur stratégique et tentent d'y exercer un contrôle direct ou indirect (Venet Baptiste, 1994, p88).

Ces contrôles vont de la nationalisation du secteur jusqu'à la mise en œuvre de procédures telles que la constitution de réserves obligatoires assurant à l'Etat le financement de son déficit budgétaire.

Mc.Kinnon et Shaw vont ainsi contester l'idéologie de la répression financière qui pourrait selon eux, conduire à un ralentissement de la croissance économique du fait de la restriction gouvernementale qui, entrainerait une réduction de l'épargne et une affectation inefficace des ressources (Venet Baptiste, 1994, p88).

Dans la section suivante, nous énoncerons brièvement les théories de McKinnon et Shaw afin d'avoir une idée plus concise de ce que ces auteurs ont tenté de démontrer.

1.2 Les théories de Mc.Kinnon et Shaw

1.2.1 McKinnon (1973) : Economie fragmentée et complémentarité entre monnaie et capital

D'après McKinnon, les économies des pays en voie de développement souffrent d'une fragmentation.

« La fragmentation est définie comme le fait que les entreprises et les ménages sont tellement isolés qu'ils doivent faire face à des prix effectifs différents pour la terre, le capital et les marchandises et qu'ils n'ont pas accès aux mêmes technologies » (Lajili, 2015, p11).

Mc.Kinnon se situe dans le cadre d'une économie fragmentée où, compte tenu du manque de marchés financiers organisés, toutes les unités économiques sont réduites à l'autofinancement (Venet Baptiste, 1994). Les entreprises ainsi que les ménages ne se prêtent pas les unes aux autres. L'investissement est, par conséquent, entièrement autofinancé et nécessite une accumulation préalable. L'intervention de l'Etat paraît ainsi légitime lorsque l'épargne est dirigée vers des secteurs prioritaires qui n'ont pas bénéficié d'une allocation suffisante des ressources.

Néanmoins, selon McKinnon (1973), ces interventions ne font qu'aggraver la situation et la fragmentation de l'économie (Lajili, 2015, p12).

« Plus l'intervention de l'Etat est importante, plus la fragmentation de l'économie est grande, plus cette dernière s'accroît et plus les autorités sont incitées à intervenir » (Lajili, 2015, p12).

Une fragmentation de l'économie associée à la répression financière et combinée à l'impossibilité d'emprunter à l'étranger aboutit in fine à une mauvaise allocation des ressources disponibles et à une baisse certaine de l'accumulation du capital (Lajili , 2015, p12).

Dans de pareilles circonstances, au problème d'allocation des ressources s'ajoute celui de la disponibilité du crédit en raison d'une part élevée de coefficients de réserves obligatoires imposées aux banques et de l'administration des intérêts sur les dépôts/crédits (taux de crédits faibles et taux d'intérêts réels négatifs sur les dépôts).

Cette situation contraint alors l'entrepreneur à l'autofinancement et la faiblesse de ses revenus l'empêche d'innover ou d'améliorer sa technologie de production (Lajili , 2015, p12).

Mc.Kinnon va alors prôner, pour les économies en voie de développement, une théorie basée sur le concept de complémentarité entre le capital et la monnaie (Lajili , 2015, p13).

L'épargne sous forme de dépôts bancaires est supposée être une fonction croissante de sa rémunération réelle, i.e du taux d'intérêt servi sur les dépôts.

Plus ce taux est élevé et plus l'incitation à investir est grande. De fait, McKinnon parle de complémentarité entre le capital et la monnaie lorsqu'une hausse du taux d'intérêt réel servi sur les dépôts augmente la demande d'encaisses réelles qui augmente à son tour l'investissement.

En partant de ce concept, Mc.Kinnon (1973) va dénoncer les effets néfastes de la répression financière et va plaider en faveur de la libéralisation des taux d'intérêts qui augmenterait l'épargne ainsi que l'investissement et de ce fait la croissance économique.

1.2.2 Shaw (1973) : Ouverture et approfondissement financier

Shaw (1973) se place dans le cadre d'une économie où les banques remplissent leurs rôles d'intermédiaires financiers via la transformation de l'épargne en crédits destinés aux investisseurs.

Illustrons les constats de Shaw graphiquement :

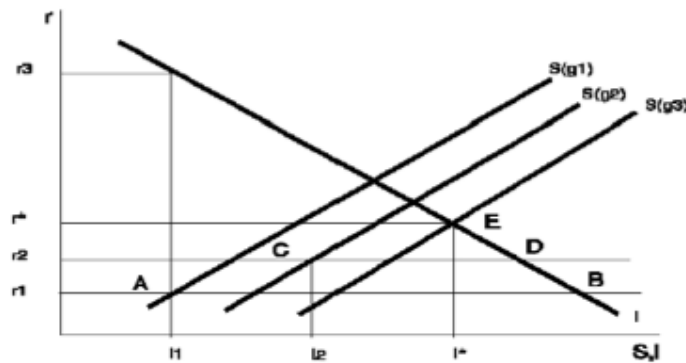


Figure 1: Les effets de la répression financière sur l'épargne et l'investissement (source: Fry(1978), p90)

Le graphique ci-dessus met en évidence une économie (g) caractérisée principalement par :

- un taux d'intérêt (r)
- l'épargne intérieure (S) supposée être une fonction croissante du taux d'intérêt
- l'investissement (I) supposé être une fonction décroissante du taux d'intérêt

Les points B et D représentent les deux niveaux de répression financière qui consistent à conserver le taux d'intérêt nominal à des niveaux plus bas que celui qu'il vaudrait à l'équilibre (point E).

Au point B, les autorités publiques fixent le taux d'intérêt à un niveau très bas, ce qui fait diminuer l'épargne et in fine le nombre de projets d'investissements financés.

Le passage du point B à D (donc de r_1 à r_2) traduit un assouplissement des contraintes répressives ce qui réduit l'insuffisance de l'épargne et permet dès lors de répondre à une partie plus importante de la demande d'investissement.

La seule manière d'enrayer cette demande d'investissement insatisfaite serait d'éliminer le plafonnement du taux d'intérêt de telle sorte que r se fixe à r^* .

De cette manière, Shaw (1973) va démontrer que le plafonnement du taux d'intérêt à de faibles niveaux permet certes à l'Etat de se financer à moindre coût, mais à l'inverse, détériore l'épargne. Cette détérioration de l'épargne réduit la marge de manœuvre des banques à pour attirer des capitaux freinant ainsi la réalisation de projets d'investissement.

De plus, comme le souligne Shaw (1973), « les plafonnements effectifs à la baisse des taux créditeurs réels intensifient l'aversion pour le risque et la préférence pour la liquidité des intermédiaires. Les banques accordent une place privilégiée dans leur portefeuille aux emprunteurs à la réputation bien établie, aux entreprises commerciales qui ont connu une longue période de stabilité. Il n'y a que peu d'incitation à l'exploration d'opportunités de prêts nouveaux et plus risqués » (Shaw, 1973, p86).

Shaw (1973) démontre ainsi que le plafonnement du taux d'intérêt sur les crédits favorise certaines « classes d'emprunteurs » au détriment d'autres classes.

Une pareille pratique opère aussitôt sur la qualité des investissements, étant donné que certains projets jugés prioritaires (comme le secteur agricole ou immobilier) et à faible rendement seront financés aux dépens d'autres projets à rendements parfois nettement plus élevés.

Selon Shaw (1973), la répression financière peut être à l'origine d'une instabilité monétaire résultant d'un manque de liquidité des entreprises domestiques causé par des problèmes de financement. Ajouté à cela, un niveau d'inflation élevé rend plus difficile l'accès aux marchés des capitaux étrangers et n'attire pas, voire peu, ces derniers.

Pour finir, Mc.Kinnon (1973) et Shaw (1973) s'accordent à dire que la répression financière peut compromettre la situation macroéconomique d'un pays. Ainsi, la libéralisation financière va être perçue comme un remède cédant à la loi de l'offre et de la demande, le pouvoir ultime de réguler le marché.

1.3 Répression financière : Définition et postulats

1.3.1 La répression financière selon Mc.Kinnon

Présenté précédemment, le concept de répression financière se réfère principalement à une économie dont l'activité est sensiblement influencée par des interventions gouvernementales sur les flux de capitaux (nationaux et internationaux).

Dès lors, nous sommes en présence de répression financière lorsqu'un gouvernement prend des mesures pour orienter au profit de l'Etat des fonds qui, en l'absence de réglementation de marché, iraient ailleurs (Reinhart.C, Kirkegaard.J.,Sbrancia.B , 2011).

La répression financière selon Mc.Kinnon (1989) prend principalement deux formes : Le contrôle des taux d'intérêt (sur les crédits et les dépôts), qui sont souvent plus faibles que le niveau du marché et le système d'allocation directe de crédits.

L'état peut agir sur le système financier en taxant les intermédiaires de manière directe (via des taxes sur leurs revenus, leurs bénéfices) ou indirecte (via les réserves obligatoires).

Par conséquent, cette politique permet à l'Etat, en cas de besoin de financements, de disposer de ressources financières suffisantes. Ces restrictions imposées au système financier vont entraver la liberté de décision de crédits des banques menant ainsi à une inefficacité du système.

Il en résulte, selon McKinnon, que la répression financière conduit les agents domestiques à détenir des actifs improductifs plutôt que de déposer leurs fonds en banque. De ce fait, les banques ne parviennent pas à collecter les ressources nécessaires dont elles ont besoin pour satisfaire la demande de crédits et ce faisant, le manque d'offre de fonds prêtables va jouer un rôle négatif sur l'investissement.

1.3.2 Caractéristiques et implications de la répression financière

La répression financière va se caractériser de différentes manières, à savoir : (IMF, 2011)

- L'obtention de prêts préférentiels auprès des banques nationales ou de fonds de pension
- L'imposition de réserves obligatoires élevées (15 à 25% en réserves obligatoires) et le plafonnement implicite ou explicite de taux d'intérêt
- Les taxes sur les transactions boursières et interdiction des ventes d'or (Reinhart.C, Kirkegaard.J.,Sbrancia.B , 2011)
- Un contrôle quantitatif et une allocation sélective du crédit vers les secteurs de production voire même des activités considérées comme prioritaires par le gouvernement.
- Un contrôle par l'Etat d'une partie du système bancaire avec des décisions de prêts imposées par des facteurs politiques plutôt que par des considérations économiques tournées vers l'efficacité.
- La réglementation des mouvements de capitaux transnationaux : Des barrières à la circulation des flux de capitaux (entrées et/ou sorties) et des restrictions sur l'accès des

étrangers aux industries nationales contraignant la pratique des échanges internationaux (NguyenD.K, 2008)

- L'essor des marchés financiers informels : ceux-ci supposent que, compte tenu de la liberté d'action très limitée des intermédiaires financiers et des restrictions imposées sur le marché financier formel, les agents économiques à la recherche de prêts vont être poussés à se tourner vers le marché informel

La répression financière va néanmoins être à l'origine de nombreux effets néfastes.

En effet, si l'Etat fixe arbitrairement les taux d'intérêt réels (via la fixation des taux d'intérêt nominaux servis et/ou demandés par les banques) en dessous de leurs valeurs d'équilibre de marché, il limite la croissance économique dans la mesure où cela : (1) baisse l'épargne au profit de la consommation courante ; (2) affecte la capacité des banques à accroître la rémunération de leurs dépôts ; (3) encourage les agents à capacité de financement à détenir des actifs réels et les dissuade de déposer leurs fonds auprès des banques ou d'acheter des actifs financiers ; (4) diminue la quantité de fonds disponibles pour l'investissement via la baisse des dépôts bancaires et affecte ainsi le volume d'investissement ; (5) réduit la qualité de l'investissement puisque les banques sont forcées par le gouvernement à financer des projets à rendements moindre ; (6) intensifie l'aversion pour le risque et la préférence pour les projets moins risqués au profit des projets risqués mais plus rentables ; (7) conduit à un rationnement du crédit puisque les fonds prêtables sont orientés vers des secteurs déterminés.

De ce fait, l'interventionnisme financier public peut être perçu comme un obstacle au développement financier dans la mesure où il ne favorise pas le développement de la concurrence qui encouragerait les établissements bancaires à réaliser des économies d'échelle et des innovations de produits.

1.4 De la répression financière à la libéralisation financière

Dans leur thèse, McKinnon et Shaw (1973) vont lourdement critiquer la politique de répression financière en raison des conséquences négatives qu'implique cette dernière.

Selon ces deux auteurs, la caractéristique fondamentale des pays qui se trouvent dans une situation de répression financière est la faiblesse du développement financier : absence de marchés financiers organisés, part considérable de l'autofinancement, place centrale des banques au sein des circuits de financements et faible diversification des intermédiaires et des actifs financiers (Ph. Arestis, 2004).

Dans ce cadre, il s'agit de sortir de situations de répression financière qui bloquent la constitution d'une épargne et interdit la mise en œuvre d'une dynamique de croissance.

Cette répression financière, en interdisant le développement financier, expliquerait les écarts de développement entre pays.

« La libéralisation financière est la solution idéale pour sortir du régime de répression financière et le moyen simple et efficace pour accélérer le rythme de la croissance économique dans les pays en voie de développement » (Mc.Kinnon et Shaw, 1973)

Comme le sous-tend cette citation, la solution prônée par McKinnon et Shaw pour stabiliser la croissance et pour sortir de cette situation de répression financière réside donc dans la libéralisation des systèmes financiers.

Ces auteurs préconisent entre autre la libéralisation des taux d'intérêt qui permettrait aux intermédiaires financiers d'être plus efficaces dans la mobilisation de l'épargne et le financement des investissements. S'ajoute à cela le désencadrement du crédit et l'orientation de l'épargne devant être essentiellement régie par les mécanismes de marché.

La libéralisation financière, en encourageant l'accroissement de l'intermédiation bancaire, entrainerait une baisse des frais d'intermédiation entre prêteurs et emprunteurs, une meilleure diversification du risque ainsi qu'un accès facilité des emprunteurs au fonds prêtables (Arestis, 2004), favorisant ainsi la constitution de l'épargne.

Cette libéralisation financière en améliorant la constitution de l'épargne (grâce à la hausse des taux servis sur les dépôts) et en garantissant une hausse de l'investissement, serait dès lors considérée comme un levier permettant la levée du sous développement (Arestis, 2004).

C'est sur la base de ces assertions que l'école de la libéralisation financière s'est formée. Mc.Kinnon et Shaw vont plaider pour une libéralisation du système financier, une stratégie vigoureuse permettant d'améliorer l'efficacité des systèmes financiers et favoriser la croissance économique des pays émergents.

1.4.1 Prolongement de la théorie de la libéralisation financière de Mc.Kinnon et Shaw

La libéralisation financière va rapidement trouver un écho favorable, tant auprès des grands organismes internationaux (FMI, Banque Mondiale) qu'auprès de certains pays en voie de développement . Le rapport sur le développement dans le monde publié par la banque mondiale en 1989 présentait déjà une étude approfondie de la relation entre finance et croissance économique en mettant l'accent sur le développement du secteur financier dans les pays en développement pour renforcer la croissance économique.

La croissance engendre des gains de productivité mais également une ouverture de nouveaux marchés, une intrication croissante des échanges qui intensifie la monétisation des économies, qui est, à son tour, essentielle pour favoriser le volume de l'activité économique. Cette association entre PIB et degré de monétisation de l'économie a été mise en évidence dès la fin des années soixante par Goldsmith (1969) qui affirmait une corrélation positive entre intermédiaires financiers, développement et croissance .

A ceci s'ajoute les travaux de plusieurs économistes tout autant convaincus du bien fondé des travaux de McKinnon et Shaw. Citons parmi ces travaux ceux de Roubini et Sala-i-Martin (1992), Pagano (1993), King et Levine (1993), Levine (1996) ou encore même Bencivenga (1991) et Greenwood/Jovanovic (1990), Saint-Paul (1992) .

Explicitement ou implicitement, dans toutes ces études, nous retrouvons l'idée selon laquelle un système financier efficient active le développement économique tout en l'orientant.

Un bon nombre d'études ont suivi, utilisant un large panel de techniques économétriques pour démontrer le lien entre développement financier et croissance économique et il en résulte que le développement financier génère une hausse de la croissance économique.

Cependant, il n'en demeure pas moins qu'au-delà de ces objectifs ambitieux, plusieurs critiques formulées méritent d'être examinées.

Certaines études soulignent la non linéarité de la relation entre finance et croissance et démontrent que cette relation varie avec le niveau de revenu, de développement financier et d'inflation.

Ainsi, le schéma néo-libéral introduit par Shaw et Mc.Kinnon a été désapprouvé par différentes écoles de pensée macro-économique à savoir « les postkeynésiens », « les néo-keynésiens » et « les néo-structuralistes » qui ont tous établi les limites théoriques à cette thèse.

Pour les post-keynésiens la politique de libéralisation financière a des effets déformants sur la croissance, que l'économie soit en situation de plein-emploi (modèle de Dutt (1991)) ou de sous-utilisation des capacités productives (Burkett et Dutt (1991)).

La critique démonte l'inefficacité d'une hausse des taux d'intérêt.

Burckett & Dutt (1991), considèrent que l'investissement ne découle pas du montant des dépôts mais plutôt de la demande effective.

La hausse du taux d'intérêt inciterait les ménages à reporter une partie de leurs consommations au profit d'une augmentation de leurs épargnes, ce qui conduirait in fine à une diminution de la consommation.

Par conséquent, les post-keynésiens considèrent que la libéralisation financière conduit nécessairement au ralentissement économique suite à la baisse de l'investissement résultant d'une baisse de la demande globale.

Les Néo-Keynésiens tels que Stiglitz et Weiss (1981), Cho (1986) montrent quant à eux que le marché du crédit fait l'objet d'importantes asymétries d'information qui freinent l'efficacité des réformes.

Les Néo-Structuralistes, notamment Van Wijnbergen (1983) et Taylor (1983) vont également contester le bien fondé de la libéralisation financière.

S'appuyant sur une vision plus structurelle de l'économie, ils veulent démontrer qu'une telle politique ne conduit qu'à un ralentissement de la croissance économique en insistant sur le rôle important joué par le secteur informel dans le financement de l'économie (inimaginable d'entreprendre une politique de libéralisation sans prendre en compte le secteur financier informel).

Taylor (1983) et Van Wijnbergen (1983) s'accordent à dire que l'existence de marchés informels est une caractéristique incontournable des économies répressives en voie de développement.

Ce marché informel est caractérisé, tout comme le secteur formel, par un taux d'intérêt d'équilibre résultant d'un ajustement entre offre de crédit et demande de monnaie.

Celui-ci est jugé, selon les néo-structuralistes, comme étant plus efficace en matière de financement que le secteur formel étant donné qu'il n'est pas soumis à des réserves

obligatoires (réserves qui empêcheraient les banques de jouer efficacement leurs rôles d'intermédiaires financiers).

C'est dans cette optique que les prêteurs du secteur informel ont été considérés comme une réelle alternative aux banques.

De ce fait, les néo-structuralistes estiment qu'une libéralisation financière (se traduisant par une hausse des taux d'intérêt sur les dépôts du secteur formel) ne peut avoir que des conséquences néfastes sur la croissance économique dans les pays en voie de développement.

1.5 Caractéristiques de la libéralisation financière

1.5.1 La libéralisation du secteur financier, des marchés financiers et du compte capital

Initialement, la libéralisation financière est constituée d'un ensemble d'éléments à savoir : la levée des contrôles des taux d'intérêts, la réduction des réserves obligatoires bancaires, la diminution de l'intervention gouvernementale dans les activités bancaires, la privatisation des entreprises étatiques appartenant plus précisément au secteur bancaire, la suppression des barrières à l'investissement international et des restrictions concernant la participation étrangère sur les marchés financiers internationaux.

Pour Kamisnky et Schmukler (2003), la libéralisation financière consiste en la dérégulation du secteur financier domestique (système bancaire), du marché financier (boursier) et du compte du capital:

- La libéralisation du secteur financier domestique : englobe la libéralisation des taux d'intérêt et de la concurrence bancaire.
- La libéralisation des taux d'intérêts : élimination du contrôle, de la fixation et du plafonnement des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs.
- La libéralisation des crédits : élimination du contrôle et de l'orientation du crédit vers les secteurs prioritaires, plafonnement des crédits de certains secteurs, réduction des réserves obligatoires.
- La libéralisation de la concurrence bancaire : suppression de certaines limites imposées aux banques domestiques et étrangères, ainsi que des restrictions liées à la spécialisation des banques. La libéralisation des marchés financiers (ou la libéralisation du marché boursier

domestique) qui comprend essentiellement la suppression des restrictions sur les titres pour les résidents et les étrangers, le rapatriement du capital, des intérêts et des dividendes .

La libéralisation du compte capital qui concerne la suppression des obstacles empêchant les banques d'effectuer des emprunts à l'étranger.

Les trois variables ci-dessus permettent selon Kamisnsky et Schmukler (2003) de déterminer le degré de la libéralisation.

La libéralisation financière est dite « totale » si, au moins, deux des trois variables sont totalement libéralisées et la troisième partiellement libéralisée. Un pays est partiellement libéralisé si au moins deux des trois variables sont partiellement libéralisées. Sinon, le pays est considéré comme fermé

1.5.2 La libéralisation internet et externe

Ajoutons à cela que la libéralisation financière peut être soit externe soit interne.

La libéralisation interne concerne certaines réformes du secteur financier notamment les réformes du secteur bancaire et les politiques de privatisations. La libéralisation interne devrait autoriser une fluctuation libre des taux d'intérêts ainsi qu'une autonomie des banques centrales dans la conduite des politiques de crédit et d'emprunt.

Cette libéralisation se traduit notamment par :

- La libéralisation des taux intérêts bancaire (débiteur, crédeur)
- La suppression des politiques d'encadrement de crédits bancaires préférentiels (à certains secteurs économiques jugés prioritaires)
- L'allègement de la fiscalité sur les activités financières
- La levée des conditions d'exercice des activités financières (permettant ainsi de stimuler la concurrence, ouverture du marché aux institutions bancaires et non bancaires)

La libéralisation externe concerne la participation des investisseurs étrangers et a pour objectif de favoriser l'entrée des capitaux étrangers sur le marché national. Les régulateurs sont amenés à amoindrir les contrôles sur le transfert des gains et les taux de changes et d'autre part à permettre aux investisseurs étrangers de proposer des services financiers concurrençant ceux des établissements locaux tels que les compagnies d'assurance, les courtiers et les banques.

La libéralisation interne peut être résumée par les éléments suivants :

- l'élimination de contraintes sur les transactions du compte du capital et sur les comptes financiers de la balance des paiements
- l'assouplissement de la réglementation des changes
- la suppression des contraintes imposées sur l'investissement direct (offrant des facilités aux institutions privées afin de pénétrer le marché local).

1.5.3 Rôle de la vitesse et de la durée du processus de libéralisation financière

La manière dont un pays met en place son processus de libéralisation financière mérite également une attention particulière. La vitesse moyenne du processus de libéralisation financière dans les pays émergents a sensiblement différé selon les régions.

Ceci est dû au fait qu'un pays a la possibilité de choisir entre une libéralisation rapide (totale), une libéralisation progressive (graduelle) ou une libéralisation lente.

La libéralisation totale correspond à un démarrage rapide et brutal de la libéralisation financière (passage d'un état de répression financière à un état de libéralisation financière en un délai très court). Les pays qui ont adopté ce genre de libéralisation ont souvent été exposés à des crises financières et bancaires; comme le montre les expériences de certains pays d'Amérique Latine.

La libéralisation graduelle voir lente fait référence à une économie qui s'ajuste de manière progressive et prudente et où les mesures sont prises une à une sur une plus longue période. Ce fut le cas de nombreux pays asiatiques qui instaurèrent une politique de libéralisation graduelle. En ce qui concerne l'Afrique, la libéralisation financière fut conduite de manière très lente dans la quasi totalité des pays et en est toujours à ses débuts.

Pour mieux comprendre le phénomène, nous allons brièvement donner une idée plus détaillée de la manière dont la libéralisation financière a été implémentée en Amérique Latine, en Asie et en Afrique :

> Amérique latine

Au milieu des années 70, l'Amérique latine a expérimenté un démarrage précipité et brutal de la libéralisation financière.

La plupart de ces pays ont initié leurs processus de libéralisation par l'ouverture du compte de capital (principalement l'Argentine et le Mexique), certains ont opté pour une ouverture du secteur financier interne (Chili et Colombie) et d'autres pour une libéralisation des marchés financiers (Brésil). Par ailleurs, nous constatons une prépondérance de la libéralisation interne et de l'ouverture du compte de capital dès la fin des années 70 et dans le courant des années 80. Ce démarrage rapide au milieu des années 70 fut accompagné d'une interruption totale du processus suite à la crise de la dette eu début des années 80, avec une soudaine reprise des réformes financières dans les années 90 (Gamra et al, 2007).

> **Asie**

En Asie, la plupart des pays ont, dans un premier temps, commencé par libéraliser leur compte de capital (cas de la Corée, des Philippines, de Singapour et du Sri Lanka) tandis que d'autres ont d'abord préféré déréglementer leur secteur financier interne (cas du Bangladesh). Cependant, aucun pays n'a tenté de libéraliser préalablement son marché financier (Ben Gamra et al., 2007).

La libéralisation du secteur financier interne a été plus poussée et s'est intensifiée au début des années 80. En fin de période, tous les pays de la région ont totalement libéralisé leurs secteurs financiers internes. Dès lors, le rythme de l'instauration de politiques de libéralisation financière en Asie, fut assez lent et graduel

> **Afrique**

En ce qui concerne l'Afrique, la séquence de libéralisation financière fut différente. Dans les faits, la plupart des pays de ces régions ont commencé par libéraliser leurs secteurs financiers internes. Aucun pays ne s'est d'abord lancé dans un processus d'ouverture du marché financier. La libéralisation financière en Afrique fut assez faible et lente dans la majeure partie des pays et reste toujours à ses débuts (Gamra et al, 2007).

Enfin, les crises que subirent de nombreux pays peuvent être expliquées par la vitesse et la manière dont la libéralisation financière fut implémentée.

En effet, nous constatons de sévères crises dans les pays asiatiques et latino-américains, qui ont décidé pour la plupart d'ouvrir en premier lieu leur compte de capital avant de libéraliser leurs secteurs financiers internes voir même leurs marchés financiers. À l'inverse, les pays d'Afrique, qui ont fait face à des crises moins nombreuses et peu sévères, ont libéralisé dans leur majorité le secteur financier interne avant de s'ouvrir sur l'extérieur (Gamra et al, 2007).

Section 2 : Revue des travaux empiriques

À la lumière de l'analyse théorique, nous remarquons que les effets générés par la libéralisation financière sont multiples. Afin d'avoir une vue plus générale sur le sujet, nous allons compléter cette partie théorique en nous basant sur quelques travaux empiriques

2.1 Libéralisation financière et croissance économique

Le débat empirique sur la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique ne fait pas l'unanimité parmi les économistes et a fait naître une grande tension entre les deux constats suivants:

1. Selon le premier, la libre circulation des capitaux engendre des gains considérables.

Bekaert, Harvey et Lundblad (2003) vont s'intéresser à l'effet de la libéralisation du marché boursier sur la croissance économique. En appliquant la méthode des moyennes mobiles aux données de panel pour un échantillon regroupant 95 pays développés et en voie de développement, ils concluent que la libéralisation des marchés boursiers produit une hausse de 1 % de la croissance annuelle du PIB/habitant (pour les pays à haut niveau d'éducation).

Par la suite, Klein (2005) conduisit une étude sur un échantillon de 71 pays sur la période allant de 1976 à 1995. Il utilisa le revenu réel par tête d'habitant comme variable exogène et intégra dans son modèle une variable représentant le degré d'ouverture du compte de capital et une variable mesurant la qualité institutionnelle comprenant plusieurs indicateurs tels que la corruption, la qualité bureaucratique, les lois, etc. Il en ressort de cette étude, un résultat assez mitigé car l'auteur a pu dégager un effet positif de la libéralisation sur la croissance dans les pays développés, mais pour les pays en développement, il n'a pas pu aboutir à une conclusion claire. Cependant, l'étude montre une importance évidente du cadre institutionnel dans la détermination de l'effet de la libéralisation financière sur la croissance. Klein conclut ainsi que l'ouverture financière engendre un effet favorable sur la croissance et que ce résultat est statistiquement significatif pour 25% de l'échantillon, c'est-à-dire pour les pays qui ont tendance à avoir une meilleure qualité institutionnelle.

Ranciere, Tornell et Westermann (2006) ont également tenté de faire ressortir les principaux effets qu'engendre la libéralisation financière sur la croissance économique, en optant pour une démarche distincte de celle des travaux précédents. Les auteurs ont décomposé l'impact de la libéralisation financière sur la croissance en plusieurs effets: un

effet positif direct, un effet négatif indirect (via l'apparition des crises bancaires) et un effet global. Sur un échantillon constitué de 60 pays pour une période allant de 1980 à 2002, les auteurs ont conclu qu'à long terme, la libéralisation financière exerce un effet positif sur la croissance économique, même si celle-ci peut être à l'origine de crises bancaires occasionnelles. L'effet direct positif de la libéralisation financière semble dominer les effets néfastes de cette dernière, d'où un effet global qui est alors positif.

Selon le deuxième constat, l'impact de la libéralisation financière sur la croissance reste assez mitigé. Grilli et Milesi-Ferretti (1995), à travers leur étude économétrique sur un échantillon de 61 pays entre 1966 et 1989, ne valident pas l'hypothèse d'un effet favorable de la libéralisation du compte de capital sur la croissance.

De même, Rodrik (1998) a conduit une analyse sur un échantillon de 100 pays développés et en développement pour la période allant de 1975 à 1989. Il ne constata aucun effet significatif de la libre circulation des mouvements de capitaux sur la variation du revenu réel par habitant.

Dans leur étude, Laureti et Postiglione (2006) ont analysé un échantillon composé de 11 pays du sud de la méditerranée sur la période 1990-2000. En se basant sur l'estimation en données de panel dynamique, ces auteurs n'ont pas su dégager d'affirmations quant aux effets des flux de capitaux sur la croissance économique. Les investissements directs étrangers, qui contribuent généralement directement ou indirectement à la croissance, n'ont exercé aucun effet significatif sur la croissance économique dans les pays méditerranéens concernés pendant la période 1990-2000.

Certaines études empiriques s'intéressant à la relation entre l'ouverture financière et la croissance s'accordent à dire qu'il pourrait exister des effets de seuil (Aykut et Kose 2013 ; Kose et al. 2011 ; Abiad et al. 2007 ; Ito 2006). Autrement dit, la libéralisation financière pourrait avoir des effets positifs sur l'économie uniquement à partir d'un certain niveau de développement.

Ainsi à l'instar des travaux théoriques, les travaux empiriques ainsi que l'expérience de certains pays en matière de libéralisation financière n'ont pas conclu à un effet standard et unique de la libéralisation financière. La libéralisation financière peut avoir un effet positif et significatif sur la croissance comme elle peut avoir un effet négatif.

Néanmoins, la plupart des travaux empiriques s'accordent à dire que l'existence d'un certain seuil de développement économique, la stabilité politique et la qualité institutionnelle sont indispensables pour bénéficier des avantages induits par le libre mouvement de capitaux.

2.2 Libéralisation financière et cadre institutionnel

Bekaert et al. (2005) ont vérifié empiriquement l'impact de la libéralisation financière sur la croissance en prenant en compte les traditions juridiques des pays. Ils ont ainsi démontré que la libéralisation des marchés financiers (des actions) augmenterait de 1% le PIB réel sur une période de 5 ans. Selon les auteurs, les bénéfices tirés de cette libéralisation financière seraient plus présents dans les pays marqués par un fort cadre institutionnel caractérisé par un renforcement du cadre politique et juridique.

Dans la même optique, l'étude de Calderon et Kubota (2009), réalisée sur un échantillon de 145 pays développés et en développement durant la période 1975-2007, a révélé que seuls les pays disposant d'un niveau moyen ou élevé de qualité institutionnelle et d'un appareil juridique puissant (de protection des investisseurs) arrivent à tirer profit de l'ouverture financière internationale.

Pour ce qui est des pays émergents, bon nombre d'enquêtes empiriques basées sur des faits stylisés concernant la qualité des institutions (le respect de la propriété privée, le respect des règles de droit, la qualité des services administratifs, l'efficacité du système juridique, etc.) ont révélé la relative faiblesse des institutions politiques et des infrastructures juridiques dans ces pays (Creane et al., 2004 et 2007). Parallèlement à cela, Tornell et Westermann (2004) ainsi que Demirgüç-Kunt et Detragiache (1998) soulignent que les crises bancaires sont plus susceptibles de survenir dans un système financier libéralisé. Or, l'impact de la libéralisation financière sur le secteur bancaire est plus faible lorsque l'environnement institutionnel est fort (Tornell et Westermann, 2004; Demirgüç-Kunt et Detragiache 1997,1998). Selon les auteurs, les indicateurs de la loi et de l'ordre, du contrôle de la corruption sont de bonnes caractéristiques institutionnelles pour assurer une libéralisation financière stable.

2.3 Libéralisation financière et crises bancaires

Un grand nombre d'études empiriques portant sur des échantillons de pays suffisamment représentatifs, ont révélé que les crises bancaires ont, pour la plupart, été causées par des politiques de libéralisation financière (Miotti & al., 1998). A ce sujet, Kaminski et Reinhart (1996), mettent en évidence l'idée selon laquelle la libéralisation financière serait à l'origine

de l'apparition de crises car celle-ci stimulerait l'afflux de capitaux, ce qui provoquerait un excès de liquidités (le système bancaire dans son ensemble dispose de plus monnaie). Ceci entraînerait in fine une hausse rapide des crédits bancaires et de la masse monétaire favorisant ainsi l'inflation. Une inflation démesurée serait ainsi à l'origine d'une crise de change qui pourrait avoir de lourdes conséquences sur l'économie. Ajouté à cela, d'autres analyses microéconomiques basées sur le comportement des banques ont été menées. Fisher, Guyie et Ortiz (1997) approuvent l'hypothèse selon laquelle les banques ont volontairement accru leur exposition au risque suite à l'issue de l'instauration d'une politique de libéralisation financière.

L'explication communément proposée repose principalement sur la liberté d'action enfin détenue par les banques ainsi que l'argument de l'aléa de moralité. Notons que dans certains cas, cette prise de risque n'est pas forcément mauvaise pour l'économie car les banques peuvent dorénavant financer des projets risqués à rendement élevé et diversifier les risques.

Conclusion

A travers l'étude de la littérature théorique et empirique, nous avons pu prendre conscience du phénomène de libéralisation financière et de ses conséquences sur la croissance économique.

Nous avons pu constater que la mise en œuvre d'une politique de libéralisation financière avait des répercussions furent différentes d'une région à une autre. Au sein du monde académique, l'impact de la libéralisation financière sur la croissance économique est assez mitigé et ne fait pas l'unanimité. De plus, les nombreux travaux empiriques ayant pour objectif de tester cet impact ne font ressortir que des avis contradictoires. La réussite de la libéralisation financière présente un bilan bien contrasté. De nombreux pays émergents se sont engagés dans un tel processus d'ouverture financière car ils avaient en ligne de mire un objectif de croissance économique au sortir d'un régime autoritaire basé sur la répression. Dans la partie qui suit, nous prolongerons l'étude des faits qui vient d'être présentée en soumettant à des tests économétriques notre sujet d'étude.

Chapitre 2 : Examen empirique du lien entre libéralisation financière et croissance économique

Comme mentionné précédemment, la libéralisation financière peut influencer la croissance économique de différentes manières. Les prédictions fournies par les recherches théoriques et empiriques sur le sujet fournissent des résultats très hétérogènes. À la lumière de toutes ces considérations, il nous a semblé judicieux d'examiner dans quelle mesure la libéralisation financière a un impact sur la croissance économique dans certains pays émergents.

En s'inspirant des différents travaux effectués dans ce sillage, nous allons tenter de vérifier l'hypothèse selon laquelle la libéralisation financière serait à l'origine de la stimulation de la croissance économique.

Pour ce faire, nous allons progresser comme suit: une première partie sera consacrée à la description de l'échantillon de l'étude (données, choix des pays et des périodes étudiées), dans la seconde partie nous présenterons le modèle économétrique (hypothèse, spécification du modèle ainsi que les variables utilisées).

Enfin, dans les trois dernières parties, nous exposerons la méthodologie économétrique, les statistiques et corrélations préliminaires pour finir avec les résultats des estimations et les implications économiques.

Section 1: Modèle économétrique

1.1 Description de l'échantillon de l'étude

Cette étude est centrée sur les pays dits émergents. Notre échantillon est composé de 32 pays répartis en trois zones géographiques soit l'Asie, l'Amérique latine et les Caraïbes et l'Afrique (cfr. Annexe A).

Notre étude porte sur la période 1980-1997 au cours de laquelle s'est réalisée la libéralisation financière de ces pays et sur la période de 1998-2016 soit 18 ans après leur date de libéralisation financière.

Nous testerons donc notre question de recherche à partir d'un échantillon réparti sur une période de 37 années. Le choix de l'échantillon et de la période a été dicté principalement par la disponibilité des données. Néanmoins, notons que certains indices n'étaient pas toujours disponibles pour l'ensemble des pays ou pour toute les périodes d'étude. Il existe donc des données manquantes pour certaines variables.

L'ensemble de nos données proviennent de la Banque Mondiale et des rapports réalisés par le FMI.

Enfin, le tableau 1 regroupe l'ensemble des données afin d'offrir au lecteur une vue globale de l'échantillon.

1.2 Hypothèse du modèle

Dans notre modèle économétrique nous essayerons de vérifier l'hypothèse suivante: « La libéralisation financière des années 80-90 à travers l'ouverture du compte de capital a exercé un effet positif sur la croissance de certains pays dits émergents ».

Le choix du modèle repose sur l'hypothèse selon laquelle, il existe une relation entre le développement financier et le développement économique.

1.3 Spécification du modèle

Afin de construire un modèle qui confirme notre hypothèse, nous allons nous appuyer sur certains travaux empiriques antérieurs tel que celui de Barro (1998) concernant les déterminants de la croissance.

Ainsi, nous analyserons le modèle empirique suivant :

$$\text{PIB} = \beta_0 + \beta_1 \text{Kaopen} + \beta_2 \text{DevFin} + \beta_3 \text{Inflation} + \beta_4 \text{IDE} + \beta_5 \text{Crises} + \beta_6 \text{Opencom} + e$$

avec:

PIB : variable qui mesure le taux de croissance du PIB par habitant (variable dépendante)

Kaopen : variable qui mesure la libéralisation financière (variable indépendante)

DevFin : variable qui mesure le développement financier (variable indépendante)

Inflation : variable qui mesure l'inflation (variable indépendante)

IDE : variable qui mesure l'investissement direct étranger (variable indépendante)

Crises : variable qui mesure les crises (variable indépendante)

Opencom : variable qui mesure l'ouverture commerciale (variable indépendante)

e : le terme d'erreurs

1.3.1 Variables à l'étude

Nous allons déterminer trois sortes de variables : La variable dépendante (variable expliquée), les variables financières (variables explicatives) et les variables de contrôles (variables explicatives).

▪ La variable dépendante

Nous nous sommes basés sur les travaux de Levine (1997) afin de choisir le meilleur indicateur pour mesurer la croissance économique. L'auteur va considérer le taux de croissance du PIB par habitant comme le plus approprié pour approcher la croissance économique d'un pays donné.

De même, Andersen (2003) affirme que le taux de croissance du PIB par tête est un excellent indicateur pour évaluer la croissance.

De ce fait, nous allons utiliser dans notre modèle, le taux de croissance du PIB par habitant pour apprécier les effets du développement financier sur l'économie.

▪ Les variables financières (variables explicatives)

- **Libéralisation financière** : Certaines études empiriques se sont basées sur le taux d'intérêt réel comme un « proxy » pour mesurer la libéralisation financière. Cependant, nous

n'utiliserons pas cette mesure dans notre étude car le taux d'intérêt réel, plus spécifiquement quand il est mesuré ex post, est susceptible d'être affecté par une variété de facteurs.

Par ailleurs, nous distinguons deux types de variables qui mesurent l'intégration financière.

La **première est la mesure de « libéralisation financière de jure »** mesuré par l'**indice KAOPEN**. L'indice KAOPEN introduit par Chinn-Ito (Journal du développement économique, 2006) évalue le degré d'ouverture du compte de capital d'un pays. Cette indice est construit à travers des informations extraites de l'AREAER (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions) publiée par le FMI et qui englobe un large éventail de pays différents.

L'indice KAOPEN est calculé sur base de quatre variables binaires disponibles dans l'AREAER. Ces variables fournissent des informations concernant l'ampleur des restrictions quant aux transactions financières internationales pour chaque pays.

Ces variables sont les suivantes:

k1 : variable marquant l'existence de multiples taux de change.

k2 : variable marquant les restrictions sur les transactions relatives au compte courant.

k3 : variable marquant les restrictions sur les transactions du compte financier.

k4 : variable marquant l'obligation de rapatrier les revenus de l'exportation.

La **seconde mesure est la mesure de « libéralisation financière de facto »**. Les indices de facto mesurent l'état actuel de la libéralisation des transactions financières exprimées en terme de stock, de ratio de flux d'actif ou de passif ou encore leur somme en pourcentage du PIB.

L'indice KAOPEN est un ratio qui prend comme valeur minimale 0 et comme valeur normalisée maximale 1.00 selon un degré de restriction décroissant.

Pour ce qui est de notre étude, nous utiliserons cet indicateur car il donne une idée assez claire de l'intensité de la libéralisation financière et cet indice est disponible pour un grand nombre de pays (105), pour la période allant de 1970 à 2013.

- **Développement financier** : La majeure partie de la littérature sur la relation finance-croissance laisse comprendre que le but principal de la libéralisation financière est le développement du secteur financier qui stimule à son tour la croissance économique à long

terme (Levine, 1997). Pendant des années, le développement financier était mesuré par des « proxy » tel que le ratio « crédit au PIB » ou encore même la capitalisation boursière (voir Rajan and Zingales, 1998 ou plus récemment Arcand et al., 2015).

Depuis lors, le développement financier a évolué et est à présent multidimensionnel.

Dans plusieurs pays, les institutions financières se sont développées et les acteurs traditionnels (les banques d'investissement, les sociétés d'assurance, les fonds communs de placement, les fonds de pension, etc) sont maintenant en concurrence avec de nombreux autres types d'institutions financières non bancaires offrant de nouvelles formes de financements (par exemple les plateformes de tradings).

Ainsi, un indice de développement financier devrait prendre en compte ces dimensions.

De ce fait, pour combler les lacunes des indicateurs anciennement utilisés comme proxy, un nouvel indice capturant le développement des institutions financières et des marchés financiers, a été élaboré par le FMI.

Comme le montre le diagramme ci-dessous, réalisé par le FMI, plusieurs indices ont été construits pour mesurer le développement financier.

En haut de la pyramide, nous retrouvons le développement financier (FD) qui prend en compte deux sous catégories :

- le développement des intermédiaires financiers (FI) c'est à dire le développement des banques, des compagnies d'assurance, des fonds de pension et les autres types d'institutions financières non bancaires
- le développement des marchés financiers (FM) correspondant au développement des marchés boursiers et obligataires.

Afin de rendre compte de l'ampleur du développement financier, d'autres dimensions ont été incorporées dans l'analyse à savoir l'étendue du développement (D) représentant la taille et la liquidité du marché, l'accessibilité (A) correspondant à la capacité des particuliers et des entreprises à avoir accès à des services financiers et l'efficience (E) représentant le niveau d'activité sur les marchés des capitaux et la capacité des institutions à fournir des services financiers à faible coût et avec des revenus durables.

Ainsi, nous nous retrouvons avec neuf mesures du développement financier (FD, FI, FM, FID, FIA, FIE, FMD, FMA, FME).



Figure 2 : Indices de développement financier (source: IMF staff, based on Chihak and others (2012))

Chaque Chaque indicateur est normalisé entre 0 (valeur la plus faible) et 1 (valeur la plus élevée).

Ces variables sont disponibles sur une base annuelle de 1980 à 2017 pour 183 pays.

Dans le cadre de notre étude, nous utiliserons l'indice agrégé FD.

- **Les variables de contrôle (variables explicatives)**

Pour apprécier l'influence propre de la libéralisation financière sur la croissance à long terme, on doit, évidemment, tenir compte de l'influence de toutes les autres variables susceptibles d'agir sur celle-ci. Au rang de ces variables on retient essentiellement :

- **Le taux d'inflation** : Rodrik (2008) montre que la stabilité des prix est un bon

indice de stabilité macroéconomique. Néanmoins, un fort taux d'inflation est un signe d'instabilité macroéconomique qui s'accompagne d'un niveau d'investissement bas provoquant ainsi une baisse du taux de croissance du PIB.

Pour notre analyse, nous utiliserons l'inflation telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation (en % annuel). Celui-ci reflète les variations du coût d'un panier de biens et services acheté par le consommateur moyen.

- **L'investissement direct étranger**: Dans le courant des années 90, le volume des investissements directs étrangers à destination des pays en développement s'est sensiblement

intensifié. L'intérêt que portaient les pays émergents aux investissements étrangers pendant cette période fut motivé par l'impact que pouvait avoir l'IDE sur la croissance, la hausse de la productivité, les apports en ressources financières, transferts de technologies, etc.

Pour cette raison, nous avons décidé d'incorporer cette variable à notre modèle.

- **Crise bancaire** : Dans notre analyse, nous allons également inclure une variable de crises bancaires afin de contrôler l'incidence qu'ont eue ces crises survenues à partir des années 1990, comme le suggèrent Rousseau et Wachtel (2011).

De manière générale, la littérature concernant les crises bancaires s'attache à recenser et à définir les crises après leurs apparitions. Ainsi, la plupart des études font recours à des indicateurs binaires donnant la valeur de zéro aux périodes calmes et la valeur de un en présence de fragilité bancaire.

La variable que nous allons utiliser dans notre modèle est une variable « dummy » de crises bancaires qui prend la valeur un si le pays est en période de détresse et la valeur zéro si il ne l'est pas.

- **Le degré d'ouverture commerciale**: L'ouverture commerciale est également un déterminant important du développement économique.

En effet, Allen et Ndikumana (2000) ont constaté une relation positive entre l'ouverture commerciale et le taux de croissance économique. Selon eux, l'augmentation des exportations provoque une hausse de la production qui à son tour renforce la croissance. Parallèlement à cela, les importations peuvent jouer un rôle positif sur la croissance si ces importations sont affectées aux biens du capital (qui entrent dans le processus de production).

Ceci dit, ces importations peuvent aussi avoir des effets négatifs sur la croissance. Par exemple, si la hausse du prix des importations (en particulier celles qui entrent comme inputs dans le processus de production) provoque une augmentation de coûts des produits locaux les rendant ainsi moins attractifs sur le marché. Cela entraîne une baisse des profits des entreprises, une diminution de la production locale et produit alors un ralentissement de la croissance.

Nous allons pour notre analyse utiliser comme variable le commerce de marchandises mesurée en pourcentage du PIB (composé des exportations et des importations de biens et de services par rapport au PIB).

Pour finir, il existe une multitudes de variables susceptibles d'avoir un impact direct voire indirect sur la croissance économique (les dépenses gouvernementales, le taux de scolarité secondaire, le taux d'épargne, le ratio de population qui occupe un emploi, etc). Cependant, nous avons décidé de nous limiter à celles explicitées ci-dessus.

Après avoir détaillé les variables de notre modèle (cfr. Annexe B), nous allons à présent nous intéresser à la méthode utilisée pour mener à bien notre étude économétrique.

1.3.2 Limites de l'étude économétrique

Les principales limites de notre étude tournent autour de l'échantillonnage et du choix de la mesure de la libéralisation .

- **L'échantillonnage**

Pour notre étude économétrique, nous voulions analyser l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique pour deux périodes (période au cours de laquelle s'est déroulé le processus de libéralisation et la période post libéralisation). Ce faisant, nous étions confrontés à un premier obstacle qui reposait principalement sur la collecte de données des dates de libéralisation des pays émergents. Nous avons ainsi choisi les pays pour lesquels les données étaient disponibles, ce qui explique notre échantillon de faible taille.

Concernant les variables du modèle, les informations de certains indicateurs (les dépenses gouvernementales et l'indicateur de crises) n'étaient pas disponibles pour tous les pays et pour toutes les dates.

De plus, nous voulions incorporer à notre modèle d'autres dimensions (cadre institutionnel, la gouvernance) ce qui fut pratiquement impossible car nous n'avions pas assez de données disponibles pour la période allant de 1980 à 2016.

- **Choix de la mesure de la libéralisation financière**

La libéralisation financière est un processus complexe à mesurer d'une part en raison du nombre important de variables qui peuvent l'influencer et d'autre part en raison de la variabilité de son intensité entre les pays.

En effet, comme évoqué précédemment, l'implémentation d'une politique de libéralisation financière n'est pas uniforme dans tous les pays. Certains ont entrepris une libéralisation plus rapide que d'autres et/ou l'ont instaurée de manière différente, ce qui rend l'analyse et la comparaison assez problématique. La difficulté associée à l'analyse de la libéralisation

financière consiste entre autres à trouver les indicateurs qui reflètent de manière fidèle cette dernière.

Section 2: Statistiques descriptives et étude économétrique

2.1 Statistiques descriptives

Pour cette partie, nous allons nous intéresser à la description statistique de notre variable dépendante (taux de croissance du PIB par habitant) et de nos variables financières (variable de libéralisation financière et de développement financier) qui sont selon nous les variables déterminantes de notre étude.

Pour ce faire, nous avons décidé de faire cette analyse statistique pour la période allant de 1980 à 1997 (période durant laquelle s'est passée la libéralisation pour l'ensemble des pays) et pour la période allant de 1998 à 2016 (période post libéralisation).

Les résultats statistiques sont les suivants (cfr. Annexe C) : Les résultats statistiques montrent qu'en moyenne, chaque variable a augmenté de 1980 à 2016 à l'exception de l'inflation et de la variable de crise bancaire. Le taux de croissance du PIB par habitant, celui-ci a plus que doublé passant de 1,4% à 2,35% entre les deux périodes (amélioration de la croissance économique moyenne). La variable KAOPEN a également augmenté passant de 0,29 entre 1980 et 1997 à 0,46 entre 1998 et 2016 ce qui laisse présager une plus grande ouverture des opérations financières transfrontalières. Pour finir, le développement financier a suivi la même tendance avec un indice de 0,23 en période de libéralisation et 0,32 en période de post libéralisation.

De manière générale, entre les deux périodes nous remarquons en moyenne pour l'ensemble des pays de notre échantillon, une amélioration économique et financière.

2.2 Choix du modèle économétrique

Afin de bien choisir notre modèle économétrique, nous allons effectuer différents tests. Ces tests ont été réalisés pour chaque période (1980-1997 et 1998-2016).

- **Choix entre données de panels ou de régression linéaire simple** (cfr. Annexe D)

Nous avons procédé à un test d'hétérogénéité spécifique GHM (Gourieroux, Holly et Monfort).

Ainsi, nous allons tester cette **hypothèse**:

H_0 : pas d'effets spécifiques individuels et temporels (MCO)

H₁: au moins un effet spécifique (Modélisation en données de panel)

Résultat(s) du test : Le test d'hétérogénéité LM (Lagrange Multiplicateur) rejette l'hypothèse nulle avec un risque très négligeable (p-valeur très petite < 0,001). Il y a bien au moins une spécificité (individuel ou temporelle). On doit alors utiliser des données de panel.

- **Effet fixe temporel ou individuel** (cfr. Annexe E)

Nous avons fait deux tests pour voir si nous devons prendre en compte l'effet temporel et/ou l'effet individuel.

1) Test d'hétérogénéité temporelle KW (King & Wu) :

Avec comme **hypothèses**:

H₀: pas d'effets spécifiques temporels

H₁: effets spécifiques temporels (Modèles à effets fixes temporels)

2) Test d'hétérogénéité individuelle KW (King & Wu) :

Avec comme **hypothèses**:

H₀: pas d'effets spécifiques individuels

H₁: effets spécifiques individuels (Modèles à effets fixes individuels)

Résultat(s) du test : Les résultats montrent que nous devons prendre en compte les effets temporels et individuels dans notre modèle (et ce quelque soit la période).

- **Modèle à effets fixes (fe) ou aléatoires** (cfr. Annexe F)

Enfin, pour notre étude, nous avons un modèle à effet fixe individuel et temporel. Ainsi, nous devons choisir entre les deux formes de modèles : le modèle à effet fixe ou modèle à effet aléatoire. Pour ce faire, nous allons utiliser le **test Hausman**.

Nous posons les hypothèses suivantes:

H₀: Modèle à effets aléatoires (p > 0.05)

H₁: Modèle à effets fixes

Résultat(s) du test : La p-value est inférieure à 0,001 (très hautement significative) ce qui nous pousse à rejeter l'hypothèse nulle. On ne peut pas dire que le modèle à effet aléatoire est le modèle approprié. Ainsi, nous concluons que le modèle à effet fixe est le modèle adéquat.

- **Hétéroscédasticité et corrélation sérielle** (cfr. Annexe G)

À cette étape, nous devons tester la présence d'hétéroscédasticité et/ou de corrélation sérielle. Pour ce faire, nous allons effectuer un test de corrélation spatio-temporelle des résidus (Test de Pesaran).

Nous posons comme hypothèses:

H0: Pas de corrélation spatiale & temporelle (sérielle) des résidus ($p > 0.05$)

H1: Corrélation spatio-temporelle (sérielle) des résidus, c'est-à-dire il y a au moins une déviation par rapport à l'hétéroscédasticité (corrélation spatiale) et/ou à la corrélation sérielle ($p \leq 0.05$)

Résultat(s) du test : p-value est de 0,014 en 1980-1997 et de 0,0017 en 1998-2016 ce qui est assez significatif. Il y a donc au moins une déviation.

Maintenant que nous savons qu'il existe au moins une déviation, nous devons voir si celle-ci provient de l'hétéroscédasticité ou de la corrélation sérielle. Pour le savoir, nous allons procéder à deux derniers test (un test pour l'hétéroscédasticité et un test pour la corrélation sérielle).

- **Test pour l'hétéroscédasticité** (cfr. Annexe H)

Nous allons utiliser test de Breusch-Pagan.

Hypothèses:

H₀: Pas d'hétéroscédasticité des résidus (variance des résidus ne varient en fonction des individus/pays et/ou des variables indépendantes)

H₁: Hétéroscédasticité des résidus

Résultat(s) du test : Ici on a une p-value hautement significative (0,0085) pour 1980 à 1997 donc rejet de H₀ ce qui implique que le modèle est hétéroscédastique.

- **Test pour la corrélation sérielle** (cfr. Annexe I)

Le test de Wooldridge va être utilisé dans ce cas de figure.

Hypothèses :

H_0 : Pas de corrélation sérielle des résidus ($p > 0.05$)

H_1 : Corrélation sérielle

Résultat(s) du test: on a une p-value de 0,0082 pour la période 1980-1997 (hautement significatif) d'où la présence d'une corrélation sérielle de résidus.

Pour conclure, nous sommes en présence d'un modèle à effet fixe, avec spécificité à la fois individuelle et temporelle, hétéroscédastique avec une corrélation sérielle .

Il faudra corriger le modèle en remplaçant les écarts-types du modèle à effets fixes par les écarts-types robustes à l'hétéroscédasticité.

2.3 Interprétations des paramètres

Dans cette partie, nous pourrions tester la significativité de l'ensemble des coefficients du modèle. Notre objectif principal sera de démontrer, à travers les résultats, que la libéralisation financière apporte une quantité d'informations significatives.

Pour ce faire, nous avons réalisé cette analyse économétrique suivant deux périodes. La première est la période de libéralisation allant de 1980 à 1997 et la seconde est la période post libéralisation de 1998 à 2016 (soit 18 ans après).

Ainsi pour chacune des périodes, nous allons effectuer une régression afin d'en tirer des conclusions constructives pour notre étude.

▪ Première période

Lorsque nous effectuons notre régression, nous obtenons les résultats ci-dessous.

Variable dépendante : Taux de croissance du PIB/hab)	1	2	3	4	5	6
Développement Financier	4.171 (3.423)	3.151 (3.519)	5.243 (3.555)	1.533 (3.475)	2.252 (3.403)	1.393 (3.403)
Libéralisation Financière	3.233*** (0.953)	3.123*** (1.036)	1.933* (1.065)	1.482 (1.061)	1.093 (1.041)	0.892 (1.051)
Inflation, IPC		-0.001** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001** (0.000)	-0.001** (0.000)	-0.001** (0.000)
Crises					-2.163*** (0.458)	-2.138*** (0.448)
Ouverture commerciale						0.036** (0.016)
Investissement Direct Etranger				0.669*** (0.125)	0.652*** (0.123)	0.556*** (0.150)
Constant	-0.501 (0.794)	-0.076 (0.835)	1.355 (1.040)	-0.108 (0.823)	0.224 (0.808)	-1.193 (1.039)
Observations	558	510	488	506	506	488
R-squared	0.028	0.039	0.036	0.096	0.137	0.133
Number of Pays1	31	29	28	29	29	28

Tableau 2: Table de coefficient du modèle pour la période 1980-1997

Sur base de ces résultats, nous allons soumettre quelques considérations concernant chaque variable.

Premièrement nous constatons que la libéralisation financière a eu un impact considérable sur la croissance (niveau de significativité très élevé) pour la plupart des pays de notre échantillon. Cependant, plus nous ajoutons de variables, plus l'indice de libéralisation financier s'atténue et devient de moins en moins significatif (la libéralisation financière n'a plus d'impact sur la croissance dans les dernières colonnes). Ceci peut être principalement dû au fait que la croissance économique ne se limite pas seulement à la libéralisation financière mais peut être expliquée par de meilleurs indicateurs (les systèmes politiques, les traditions légales, le cadre institutionnel et macro-économique, etc).

De même, l'investissement direct étranger ainsi que l'ouverture commerciale ont clairement eu une influence positive sur le taux de croissance pendant la période de libéralisation.

Dans un deuxième temps, nous remarquons que le taux d'inflation et les crises ont eu un effet négatif sur la croissance (ce qui valide les hypothèses que nous avons faites précédemment).

Enfin, pour ce qu'il en est du développement financier, celui-ci n'a pas eu d'effets sur la croissance. Cela peut s'expliquer entre autres parce que l'innovation financière s'est accrue à la fin des années 90.

Les résultats ci-dessus montrent qu'environ 13% de la variabilité de la croissance peut être expliquée par l'ensemble nos variables explicatives. Le reste de la variabilité, soit un peu moins de 87% est dû à l'erreur, c'est-à-dire des effets qui ne sont pas pris en compte dans le modèle. Notons qu'au plus nous ajoutons des variables au plus notre R carré augmente et plus les variables permettent d'expliquer la croissance.

▪ Deuxième période

À présent, intéressons nous à la période post libéralisation. Le tableau ci-dessous résume l'ensemble de nos résultats pour la période allant de 1998 à 2016.

Variable dépendante : Taux de croissance du PIB/hab)	1	2	3	4	5	6
Développement Financier	8.404* **	5.842**	4.828*	4.735*	10.430***	8.911**
	(2.993)	(2.657)	(2.632)	(2.584)	(3.586)	(3.663)
Libéralisation Financière	0.642	0.456	0.557	0.227	-0.721	-1.091
	(0.914)	(0.956)	(0.906)	(0.928)	(1.372)	(1.348)
Inflation, IPC		-0.104***	-0.102***	-0.105***	-0.082***	-0.087***
		(0.019)	(0.018)	(0.015)	(0.022)	(0.022)
Crises					-2.097***	-2.206***
					(0.620)	(0.602)
Ouverture commerciale						0.025*
						(0.014)
Investissement Direct Etranger				0.361***	0.328***	0.284***
				(0.062)	(0.077)	(0.080)
Constant	-0.513	1.137	-0.263	0.607	-0.509	-1.437
	(1.010)	(0.938)	(1.060)	(0.915)	(1.128)	(1.204)
Observations	587	557	538	557	409	395
R-squared	0.016	0.068	0.086	0.125	0.169	0.176
Number of Pays:1	31	30	29	30	30	29

Tableau 3: Table des coefficients du modèle pour la période 1998-2016

Pour la seconde période, nous constatons que la libéralisation financière a eu un impact plus faible sur la croissance. De plus, la libéralisation tend à avoir un effet négatif sur la croissance en temps de crise.

Pour ce qui est de la variable du développement financier, celle-ci est devenue très significative pour la période post libéralisation (forte influence sur le taux de croissance). La croissance économique tend à rendre le développement des systèmes d'intermédiations financières plus efficiente et, en même temps, la mise en place de ces derniers permet d'accroître la croissance du secteur.

L'investissement direct étranger et l'ouverture commerciale restent significatifs (impact positif sur la croissance) même si l'ouverture commerciale a diminué post libéralisation. Les variables de crises bancaires et d'inflation ont toujours un impact négatif sur la croissance.

Enfin, on remarque que le R2 a clairement augmenté de la première période à la deuxième période.

18% de la variabilité de la croissance peut être à présent expliquée par l'ensemble nos variables explicatives. Cette hausse se justifie par le fait que le développement financier soit devenu significatif en deuxième période et impacte positivement la croissance.

Pour conclure, nos résultats empiriques confirment bien le rôle positif que joue le développement financier sur le taux de croissance.

La libéralisation quant à elle, n'a pas beaucoup d'effets sur la croissance (faible niveau de significativité).

De plus, comme prédit dans la section 1, les coûts économiques des crises et un taux élevé d'inflation ont eu un effet négatif sur le taux de croissance peu importe la période.

Par ailleurs, l'investissement direct étranger et l'ouverture commerciale contribuent toujours positivement à la croissance économique.

Enfin, à la lumière de tout ce qui a été avancé précédemment, nous pouvons conclure qu'effectivement, la libéralisation financière à elle seule, impacte d'une certaine manière la croissance économique et peut jouer un rôle positif à condition que certaines exigences macroéconomiques, fiscales et réglementaires soient réunies.

Conclusion générale

Cette étude nous a permis de mettre en lumière la relation existante entre la libéralisation financière et la croissance économique dans les pays émergents.

Grâce à la littérature, nous avons pu nous faire une idée générale de ce qu'est la libéralisation financière et de ce qu'elle implique. Par ailleurs, les effets de la libéralisation financière sur la croissance économique restent très contrastés.

Les expériences de développement de nombreux pays émergents durant les années 1960 et 1970 ont conduit à des résultats différents en terme de croissance économique.

Malgré le fait que la libéralisation financière puisse dans certains cas être à l'origine d'instabilité économique, elle peut être un succès si elle respecte certaines conditions. En effet, la réussite des politiques de libéralisation dépend, non seulement du cadre institutionnel (applicabilité de loi, qualité de la bureaucratie), de l'établissement d'un environnement macroéconomique stable.

De plus, il a été démontré qu'une libéralisation financière mal maîtrisée et prématurée figure comme l'un des facteurs majeurs de la montée de l'instabilité économique et financière dans les pays émergents.

L'analyse des conséquences de la libéralisation financière sur la croissance économique est encore largement ouverte dans la mesure où les travaux empiriques existants peuvent encore être améliorés. En effet, ces analyses permettent, pour la plupart, de poser des questions pertinentes mais n'apportent pas de réponses univoques.

Pour finir, sous l'impulsion des institutions financières internationales (Fonds Monétaire Internationale et la Banque Mondiale) et sous l'égide de la globalisation financière qui à ce jour, prend de plus en plus de l'ampleur, la libéralisation financière est devenue un phénomène de mutation mondiale et une condition sine qua non pour tendre vers un développement économique.

Bibliographie

ABIAD A., LEIGH D., & MODY A. (2007) International Finance and Income Convergence: Europe is different, IMF Working Paper

ALAYA, M., NICET-CHENAF, D., & ROUGIER, E. (2009). À quelles conditions les IDE stimulent-ils la croissance?. *Mondes en développement*, (4), 119-138.

ALLEGRET, J-P., COURBIS, B. & DULBECCO, P. (2003). Intermédiation et stabilité financière dans les économies émergentes. *Revue française d'économie*. 2003, Vol. 17, 4, pp. 213-242.

ALLEN D.S & NDIKUMANA.L (2000) "Financial intermediation and economic growth in Southern Africa", *Journal of African Economies*, Vol. 9, pp. 132-160.

ANDERSEN, S. (2003). The influence and effects of financial development on economic growth. An empirical approach, Chr. Michelsen Institute (CMI Report R 2003: 14), 44p.

ARCAND, J. L., BERKES, E., & PANIZZA, U. (2015). Too much finance?. *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105-148.

ARESTIS, P. (2004). Washington consensus and financial liberalization. *Journal of Post Keynesian Economics*, 27(2), 251-271.

ARROW Kenneth (1972). Gifts and Exchanges. *Philosophy and Public Affairs*

HONG H., KUBIK J. D. & STEIN J. C. (2001). Social Interaction and Stock Market Participation. NBER Working Papers

AYKUT, D., & KOSE, M. A. (2013). Collateral Benefits of Financial Globalization. In *The Evidence and Impact of Financial Globalization* (pp. 279-298). Academic Press.

BARRO, R.J., 1991. Economic Growth in a Cross Section of Countries. *The Quarterly Journal of Economics* 106, 407–443. doi:10.2307/2937943.

BARTH J. R., NOLLE D. E., PHUMIWASANA T. et YAGO G. (2002), « A Cross-Country Analysis of the Bank Supervisory Framework and Bank Performance », *Economic and Policy Analysis Working Paper* 2002-2.

- BEKAERT G., ACEMOGLU Daron, JOHNSON Simon, ROBINSON James & THAICHAROEN YunYong, (2002). Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms, Volatility, Crises and Growth. NBER WP 9124
- BENSLIMANE, H., & BAKRETI, L. (2017). Evaluation Du Système Bancaire De L'algérie: De La Répression à La Libéralisation Financière. *Finance & marchés*, 4(1), 280-307.
- BEUGELSDIJK S., DE GROOT H. L.F. & VAN SCHAIK A., B.T.M. (2004). Trust and economic growth : a robustness analysis. *Oxford Economic Papers*
- BEUGELSKIJK S. & SMULDERS S. (2004). Social Capital and Economic Growth. Mimeo
- BOWLES S. et GINTIS H. (2002). Social Capital and Community Governance. *Economic Journal*, 112 : 419-436
- BOYER, R. (2003). Les institutions dans la théorie de la régulation. *Cahiers d'économie politique/Papers in Political Economy*, (1), 79-101.
- BURKETT, P., & DUTT, A. K. (1991). Interest rate policy, effective demand, and growth in LDCs. *International Review of Applied Economics*, 5(2), 127-53.
- CALDERÓN C., CHONG A. & GALINDO A. (2001). Structure and Development of Financial Institutions and Links with Trust : Cross-Country Evidence. Inter-American Development Bank, Research Department Working Papers
- CALDERON, C., CHONG, A., & Galindo, A. (2001). Structure and development of financial institutions and links with trust: cross-country evidence (Vol. 4251). Inter-American Development Bank.
- CANDELON, B., BEN NACEUR.S. & LAJAUNIE.,Q. (2018). Timing and timing financial development to reduce crises. Université Catholique de Louvain, International Monetary Fund, Université Paris Dauphine Papers.
- CAPRIO, G ., KLINGEBIEL D. (1996). Bank Insolvencies. Cross-Country Experience. Policy Research WP 1620, the World Bank.
- CHINN, M. D., & ITO, H. (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of development economics*, 81(1), 163-192.

CREANE S., GOYAL R., MOBARAK M., SAB R. (2007). Measuring Financial Sector Development in the Middle East and North Africa: A New Database, IMF Staff Papers, tome 53, n°3, 33 p.

CREANE S., GOYAL R., MOBARAK M., SAB R. (2004) Financial Sector Development in the Middle East and North Africa, IMF Working Paper 04/201, 22 p.

DURLAUF S.N. (2002a). Symposium on Social Capital: Introduction. Economic Journal, 112, F417-18.

FOURNIER, J., & JOHANSSON, A., (2016). The Effect of the Size and the Mix of Public Spending on Growth and Inequality .OECD Working Paper

FRY, M. J. (1980). Money and Capital or Financial Deepening in Economic Developments?. In Money and Monetary Policy in Less Developed Countries (pp. 107-113). Pergamon.

FUKUYAMA F. (1995). Trust: the Social Virtues and the Creation of Prosperity. New York, United Free Press.

GALBIS, V. (1977). Financial intermediation and economic growth in less-developed countries: A theoretical approach. The Journal of Development Studies, 13(2), 58-72.

GAMRA, S. B., & PLIHON, D. (2007). Politiques de libéralisation financière et crises bancaires. Economie internationale, (4), 5-28.

GRIER, K.B., TULLOCK, G. (1989). An empirical analysis of cross-national economic growth, 1951-1980. Journal of Monetary Economics 24, 259–276.

GRILLO, V. & G. M. MILESI-FERRETTI (1995), Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls , IMF Staff Paper no 42, p. 517-51.

GUISSO L., SAPIENZA P. & ZINGALES L. (2000). The Role of Social Capital in Financial Development. NBER Working Papers

HERMES, N., LENSINK, R. (2005). Does Financial Liberalization Influence Saving, Investment and Economic Growth? Evidence from 25 Emerging Market Economies, 1973-96 (Working Paper Series No. RP2005/69). World Institute for Development Economic Research (UNU-WIDER)

- ITO H. (2006). Financial Development and Financial Liberalization in Asia: Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization, *The North American Journal of Economics and Finance*. tome 17, n° 3, 303-327
- KAPUR, B. K. (1976). Alternative stabilization policies for less-developed economies. *Journal of Political Economy*, 84(4, Part 1), 777-795.
- KLEIN, M. W. & G. OLIVEI. (1999). Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth. NBER Working Paper no 7384.
- KLEIN, M. W. & G. OLIVEI. (2005). Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence. NBER Working Paper no 11112.
- KNACK S. & ZAK P. (2001). Trust and Growth. *Economic Journal*
- KNACK S. et KEEFER P. (1997). Does Social Capital Have an Economic Payoff? a Cross-Country Investigation. *Quarterly Journal of Economics*, P: 1252-1287.
- LAJILI, O. (2015). Libéralisation financière, ouverture politique et croissance économique dans les pays en voie de développement (Doctoral dissertation).
- LANDAU, D. (1983). Government Expenditure and Economic Growth: A Cross-Country Study. *Southern Economic Journal* 49, 783. doi:10.2307/1058716.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. & VISHNY R. W. (1997b). Trust in Large Organizations. *American Economic Review*, 87: 333-338.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. & VISHNY R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.
- LEVINE R. (1998). The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30: 596-613.
- LAURETI, L. P. PSTIGLIONNE . (2005). “The effects of capital inflows on the economic growth in the Med Area”, *Journal of Policy Modeling*, Vol. 27, pp. 839–851.
- LEVINE R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*

- LEVINE, R., RENELT, D., (1992). A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions. *American Economic Review* 82, 942–63.
- LIMA, P. (2012). *Economie bancaire et croissance économique*. cours éd. Dunod, 18
- MATHIESON, D. J. (1980). Financial reform and stabilization policy in a developing economy. *Journal of development economics*, 7(3), 359-395.
- MCKINNON, R. I. (2010). *Money and capital in economic development*. Brookings Institution Press.
- NGUYEN, D. K. (2008). *Libéralisation financière et marchés émergents*. Editions L'Harmattan.
- PAPAIONANNOU, E. (2009). What drives international financial flows? Politics, institutions and other determinants. *Journal of Development economics*, 88(2), 269-281.
- PRITCHETT L., (2001). Where Has All the Education Gone?. *World Bank Economic Review*
- QUINN, D. (1997). The Correlates of Change in International Financial Regulation. *American Political Science Review*, Vol. 91, pp. 531-551.
- RANCIERE, R., A. TORNELL & F. WESTERMANN. (2006). Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crisis vs. Growth. NBER Working Paper no 12806
- REINHART,C.M. (2012). Le retour de la répression financière. *RSF revue de la stabilité financière* 39.
- ROMER, P. M. (1986). Increasing returns and long-run growth. *Journal of political economy*, 94(5), 1002-1037.
- MCKINNON,R. (1973). *Money and capital in economic development*. Brookings Institution Press.
- RAJAN, R. G., & ZINGALES, L. (1998). Financial Dependence and Growth, *American Economic Review*.
- RODRIK, D., (2008). The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity* 39, 365–439.

- RODRIK, D. (1998). Who needs capital-account convertibility? *Essays in international finance*, 55-65.
- ROUSSEAU, P. L., & WACHTEL, P. (2011). What is happening to the impact of financial deepening on economic growth?. *Economic inquiry*, 49(1), 276-288.
- SAHAY, R., CIHAK, M., NDIAYE, P., & BARAJAS, A. (2015). Rethinking financial deepening: Stability and growth in emerging markets. *Revista de Economía Institucional*, 17(33), 73-107.
- SCHUMPETER J. (1934). *Theory of economic development*. New York: Oxford University Press
- SHAW, E. S. (1973). *Financial Deepening In Economic Development*. Oxford University press. New York.
- SHENG A. (1995). *Bank Restructuring*. Washington D.C, the World Bank.
- STIGLITZ, J. E., & WEISS, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.
- TURUNC, G. (1999). Développement du secteur financier et croissance: le cas des pays émergents Méditerranéens. *Revue Région et développement*, 10, 89-129.
- VENET, Baptise. (1994). Libéralisation financière et développement économique : Une revue critique de la littérature. P87-111
- VILLANUEVA, D., & MIRAKHOR, A. (1990). Strategies for financial reforms: interest rate policies, stabilization, and bank supervision in developing countries. *Staff Papers*, 37(3), 509-536.
- VAN WIJNBERGEN, S. (1983). Credit policy, inflation and growth in a financially repressed economy. *Journal of Development Economics*, 13(1-2), 45-65.
- VOGEL, R., & BUSER, S. (1976). Inflation, financial repression, and capital formation in Latin America. *Money and finance in economic growth and development*, 35-70.
- WURGLER J. (2000). Financial Markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics* 58: 187-217

ANNEXES

Annexe A : Liste des pays et des dates de libéralisations

Pays	Date de libéralisation financière (Totale)
Zimbabwe	(1991 libération partielle)
Afrique du Sud	(1980 libération partielle)
Maroc	1988
Egypte	1992
Ghana	1993
Kenya	1995
Nigeria	1995
Tunisie	1995
Cote d'Ivoire	1995
Algérie	-
Brésil	1991
Colombie	1991
Pérou	1992
Venezuela	1990
Argentine	1989
Chili	1989
Mexique	1991
Jamaïque	1991
Trinidad & Tobago	1997
Uruguay	-
Costa Rica	-
Bolivie	-
Equateur	-
Indonésie	1989
Philippines	1987
Thaïlande	1985
Bangladesh	1991
Pakistan	1991
Inde	1986
Malaisie	1987
Sri Lanka	1991
Republique de Corée	1984

Source : Bekaert et al (2005)

Annexe B : Liste des variables utilisées dans le modèle

Type de variable	Variables
Dépendante	Taux de croissance du PIB/hab (% annuel)
Financières (explicatives)	Libéralisation financière (KAOPEN)
	Développement financier (FD)
Contrôle (explicatives)	Inflation, prix à la consommation (% annuel)
	Commerce de marchandises (% du PIB)
	Crises bancaires (Banking crisis dummy)
	Investissement direct étranger (% du PIB)

Source: Banque mondiale

Annexe C : Statistiques descriptives (1980-1997 et 1998-2016)

```
## 3.1.1. Stats par groupe 1 (1980-1997)
describe(chloe.pd80_97) %>% select(-c(vars, trimmed:mad, range))
```

	n <dbl>	mean <dbl>	sd <dbl>	median <dbl>	min <dbl>	max <dbl>	skew <dbl>	kurtosis <dbl>
PIB	576	1.3947336	4.3787198	1.9017749	-15.45036881	1.158487e+01	-0.6973452	1.128261
Kaopen	572	0.2846344	0.2844742	0.1658088	0.00000000	1.000000e+00	1.0740731	0.207463
DevFin	558	0.2276880	0.1000576	0.2024281	0.08281633	6.228805e-01	1.2802232	1.753515
Inflation	510	91.4842626	664.2775937	12.2845578	-0.80587970	1.174964e+04	13.8235915	215.258779
IDE	572	1.2655334	1.7008565	0.7251595	-2.06971304	1.741706e+01	3.1594287	17.782087
Crisis	576	0.1736111	0.3791040	0.0000000	0.00000000	1.000000e+00	1.7189071	0.956311
OpenCo	558	51.3337697	27.1993907	48.8191065	6.32034332	1.921141e+02	1.4991065	4.401400

```
## 3.1.2. Stats par groupe 2 (1998-2016)
describe(chloe.pd98_16) %>% select(-c(vars, trimmed:mad, range))
```

	n <dbl>	mean <dbl>	sd <dbl>	median <dbl>	min <dbl>	max <dbl>	skew <dbl>	kurtosis <dbl>
PIB	606	2.34814471	3.7104537	2.6876486	-18.49113627	18.0659669	-0.8619850	4.888219
Kaopen	608	0.45524720	0.3152592	0.4156305	0.00000000	1.0000000	0.4853137	-1.128669
DevFin	589	0.31594560	0.1627406	0.2763592	0.08763383	0.8589022	1.1894940	1.138719
Inflation	566	7.39641733	13.8050452	5.0239425	-30.85615739	254.9485348	11.9843175	192.300989
IDE	606	2.70562534	2.4345515	2.0647098	-7.38997751	12.1966294	1.2013123	2.377173
Crisis	448	0.07589286	0.2651227	0.0000000	0.00000000	1.0000000	3.1921863	8.208391
OpenCo	587	64.98777603	32.0484803	59.4646993	16.43858493	220.4073501	1.8436960	5.229980

Annexe D : Test d'hétérogénéité spécifique GHM (Gourieroux, Holly & Monfort) (1980-1997 et 1998-2016)

```
## 4.1.1. Tests des effets individuels & temporels groupe 1 (1980-1997)
plmtest(PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo,
data=chloe.pd80_97, effect="twoways", type="ghm")
```

```
##
## Lagrange Multiplier Test - two-ways effects (Gourieroux, Holly
## and Monfort) for unbalanced panels
##
## data: PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo
## chibarsq = 95.541, df0 = 0.00, df1 = 1.00, df2 = 2.00, w0 = 0.25,
## w1 = 0.50, w2 = 0.25, p-value < 2.2e-16
## alternative hypothesis: significant effects
```

```
## 4.1.2. Tests des effets individuels & temporels groupe 2 (1998-2016)
plmtest(PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo,
data=chloe.pd98_16, effect="twoways", type="ghm")
```

```
##
## Lagrange Multiplier Test - two-ways effects (Gourieroux, Holly
## and Monfort) for unbalanced panels
##
## data: PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo
## chibarsq = 159.44, df0 = 0.00, df1 = 1.00, df2 = 2.00, w0 = 0.25,
## w1 = 0.50, w2 = 0.25, p-value < 2.2e-16
## alternative hypothesis: significant effects
```

Annexe E: Test d'hétérogénéité individuelle KW (King & Wu) (1980-1997 et 1998-2016)

```
## 4.2.1. Tests des effets individuels groupe 1 (1980-1997)
plmtest(PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo,
        data=chloe.pd80_97, effect="individual", type="kw")
```

```
##
## Lagrange Multiplier Test - (King and Wu) for unbalanced panels
##
## data: PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo
## normal = 9.368, p-value < 2.2e-16
## alternative hypothesis: significant effects
```

```
## 4.2.2. Tests des effets individuels groupe 2 (1998-2016)
plmtest(PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo,
        data=chloe.pd98_16, effect="individual", type="kw")
```

```
##
## Lagrange Multiplier Test - (King and Wu) for unbalanced panels
##
## data: PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo
## normal = 8.3387, p-value < 2.2e-16
## alternative hypothesis: significant effects
```

Annexe F : Modèle à effets fixes (FE) vs aléatoires (Test d'Hausman)

```
## 4.4.1. Test de Hausman (H0: random vs H1: fixed) -> groupe 1 (1980-1997)
out.fe80_97 <- plm(PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo,
                 data=chloe.pd80_97, effect="twoways", model="within")
out.re80_97 <- plm(PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo,
                 data=chloe.pd80_97, model="random")
phtest(out.fe80_97, out.re80_97)
```

```
##
## Hausman Test
##
## data: PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo
## chisq = 237.14, df = 6, p-value < 2.2e-16
## alternative hypothesis: one model is inconsistent
```

```
## 4.4.2. Test de Hausman (H0: random vs H1: fixed) -> groupe 2 (1998-2016)
out.fe98_16 <- plm(PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo,
                 data=chloe.pd98_16, effect="twoways", model="within")
out.re98_16 <- plm(PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo,
                 data=chloe.pd98_16, model="random")
phtest(out.fe98_16, out.re98_16)
```

```
##
## Hausman Test
##
## data: PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo
## chisq = 76.53, df = 6, p-value = 1.858e-14
## alternative hypothesis: one model is inconsistent
```

Annexe G : Test de corrélation spatio-temporelle des résidus (Test de Pesaran)

```
##  
## Pesaran CD test for cross-sectional dependence in panels  
##  
## data: PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo  
## z = -2.4405, p-value = 0.01467  
## alternative hypothesis: cross-sectional dependence
```

```
## 4.5.2. Test de corrélation spatio-temporelle des résidus groupe 2 (1998-2016)  
pcdtest(out.fe98_16, test="cd")
```

```
##  
## Pesaran CD test for cross-sectional dependence in panels  
##  
## data: PIB ~ Kaopen + DevFin + Inflation + IDE + Crisis + OpenCo  
## z = -2.3682, p-value = 0.01788  
## alternative hypothesis: cross-sectional dependence
```

Annexe H : Test d'hétéroscédasticité des résidus (Test de Breusch-Pagan)

```
## 4.7.1. Test de Breusch-Pagan(BP) pour 'hétéroscédasticité groupe 1 (1980-1997)  
bptest(out.fe80_97, studentize=FALSE)
```

```
##  
## Breusch-Pagan test  
##  
## data: out.fe80_97  
## BP = 17.196, df = 6, p-value = 0.00859
```

```
## 4.7.2. Test de Breusch-Pagan(BP) pour 'hétéroscédasticité groupe 2 (1998-2016)  
bptest(out.fe98_16, studentize=FALSE)
```

```
##  
## Breusch-Pagan test  
##  
## data: out.fe98_16  
## BP = 55.267, df = 6, p-value = 4.093e-10
```

Annexe I: Test de corrélation sérielle des résidus (Test de Wooldridge)

```
## 4.6.1. Test de Wooldridge pour la corrélation sérielle groupe 1 (1980-1997)  
pwartest(out.fe80_97)
```

```
##  
## Wooldridge's test for serial correlation in FE panels  
##  
## data: out.fe80_97  
## F = 7.0359, df1 = 1, df2 = 458, p-value = 0.008267  
## alternative hypothesis: serial correlation
```

```
## 4.6.2. Test de Wooldridge pour la corrélation sérielle groupe 2 (1998-2016)  
pwartest(out.fe98_16)
```

```
##  
## Wooldridge's test for serial correlation in FE panels  
##  
## data: out.fe98_16  
## F = 6.4475, df1 = 1, df2 = 364, p-value = 0.01153  
## alternative hypothesis: serial correlation
```