

Sommaire

Introduction générale.....	1
 Chapitre I. Cadre théorique et conceptuel de la relation : intégration financière et croissance économique	
Section 1. La finance : croissance et développement.....	9
Section 2. L'intégration financière : une approche théorique.....	53
Section 3. Intégration financière et croissance économique : avantages et coûts	70
 Chapitre II. Evidences macroéconomiques concernant l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique	
Section 1. Les différentes mesures de l'intégration financière	96
Section 2. La diversité des types de capitaux matérialisant l'intégration et leurs impacts sur la croissance économique	107
Section 3. Les constatations empiriques des effets de l'intégration financière sur la croissance économique.....	127
 Chapitre III. Intégration financière, croissance économique : une investigation empirique sur les pays du CCG (1981-2011)	
Section 1. Aperçu sur le profit général des pays du CCG.....	142
Section 2. Présentation de l'étude économétrique de l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique dans les pays du CCG.....	171
Section 3. Présentation et interprétation des résultats de l'estimation.....	194
 Conclusion générale.....	 209

LISTE DES TABLEAUX

Liste des tableaux

N° du tableau	Titre du tableau	Page
(I.1)	Les critères de la répression financière	37
(I.2)	Les différents critères de la libéralisation financière	42
(I.3)	Les points divergents entre les deux approches : McKinnon et Shaw	45
(I.4)	Les étapes de la libéralisation économique et financière	53
(I.5)	Investissements à l'étranger des grands pays prêteurs, 1825-1913	57
(I.6)	L'intégration financière régionale : feuille de route générique	63
(I.7)	La libéralisation financière, facteur de crises ?	89
(III.1)	Le classement des pays du CCG dans la production et les réserves mondiaux de pétrole	151
(III.2)	Les indicateurs de croissance pour le pays du Bahreïn	153
(III.3)	Les indicateurs de croissance pour le Koweït	154
(III.4)	Les indicateurs de croissance d'Oman	156
(III.5)	Les indicateurs de croissance de Qatar	157
(III.6)	Les indicateurs de croissance de l'Arabie Saoudite	158
(III.7)	Les indicateurs de croissance de l'Emirats Arabes Unis	159
(III.8)	Commerce intra-régional: le volume des échanges	161
(III.9)	Statistiques descriptives de l'échantillon	196
(III.10)	L'analyse préliminaire des corrélations	196
(III.11)	Résultats des tests de spécification	200
(III.12)	Les résultats des Tests de racine unitaire sur panel	200
(III.13)	Les résultats des tests de cointégration sur panel (tests pedroni, 1999)	201
(III.14)	Le résultat du test de spécification de Hausman	202
(III.15)	L'impact de l'intégration financière sur la croissance économique	203

LISTE DES FIGURES

Liste des figures

N° de la figure	Titre de la figure	Page
Figure (I.1)	Les flux de fonds au sein du système financier	10
Figure (I.2)	Une approche théorique de la finance et de la croissance	25
Figure (I.3)	Flux de capitaux brut dans les pays avancés	67
Figure (I.4)	Flux nets de capitaux vers le monde émergent (en Mds USD de 2010)	68
Figure (I.5)	Entrées nettes de capitaux par catégories de pays, 1976-2011	70
Figure (I.6)	Les canaux à travers lesquels l'intégration financière affecte la croissance économique	71
Figure (I.7)	Les avantages collatéraux potentiels de l'intégration financière	76
Figure (I.8)	Effets de seuil entre l'intégration financière et la croissance	80
Figure (III.1)	Les principaux donnés sur les pays de Golfe	143
Figure (III.2)	La croissance économique dans les pays du CCG	160
Figure (III.3)	Les exportations des Etats du CCG	162
Figure (III.4)	Les importations des Etats du CCG	162
Figure (III.5)	Le développement financier dans les pays du CCG mesuré par « le crédit domestique accordé au secteur privé », 2000-2011	166
Figure (III.6)	Procédure Générale de Tests d'Homogénéité	178
Figure (III.7)	L'évolution de l'intégration financière et la croissance économique dans les pays du CCG	195

LISTE DES ANNEXES

Liste des Annexes

N° de l'annexe	Titre de l'annexe	Page
A.1	Développement financier et croissance économique : une revue de littérature sur les principaux travaux	228
A.2	Tableau récapitulatif sur le sens de causalité entre le développement financier et la croissance économique	230
A.3	Les différents indicateurs de l'intégration financière	232
A.4	Le récapitulatif des principaux travaux concernant l'effet de l'IDE sur la croissance économique	234
A.5	Le récapitulatif des principaux travaux concernant l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique	236
A.6	Définition et sources des variables	240
A.7	Les résultats du test de Cointégration	241
A.8	Les résultats du test de Hausman	242
A.9	Les résultats d'estimation avec la méthode MCO	243
A.10	Les résultats d'estimation avec effet fixe	244
A.11	Les résultats d'estimation avec effet aléatoire	245

LISTE DES ABRÉVIATIONS

Liste des abréviations et acronymes

ACP : Accords Commerciaux Préférenciels

AREAER : Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions

ATM: Asynchronons Transfer Mode

CCG: Conseil de Coopération du Golfe

FMI : Fond Monétaire Internationale

GAFTA: Greater Arab Free Trade Area

IF: Integration Financière

IFI: Intégration Financière Internationale

IFR : Intégration Financière Régionale

MCO: Moindre Carré Ordinaire

MENA: Middle East and North Africa

OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Economique

PIB: Produit Intérieur Brut

ZLE : Zone de Libre Echange

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Introduction générale

L'économie mondiale a connu de grandes transformations économiques et financières ces dernières décennies. En effet, les années soixante-dix constituent de façon générale un tournant dans la science économique, compte tenu de la remise en cause des politiques économiques appliquées. Ce changement au niveau de la vision globale affecte la conception du rôle de la finance dans le développement. C'est dans ce cadre que s'inscrivent les contributions de McKinnon et Shaw (1973) qui préconisent la libéralisation financière comme une thérapie contre le sous développement économique. Les deux auteurs appellent à éliminer toutes les formes de répression financière qui entravent le développement financier et ralentissent la croissance économique. La répression financière se matérialise par un ensemble de contraintes imposées par le gouvernement sur les taux d'intérêts, les réserves obligatoires, les crédits et les flux de capitaux. McKinnon et Shaw construisent les fondements théoriques de l'école de la libéralisation financière qui stipulent que ce processus est un moyen efficace pour promouvoir le développement financier et la croissance économique. Ainsi, la libéralisation financière comprend deux aspects essentiels ; la libéralisation financière interne et externe. En fait, la libéralisation financière interne consiste à éliminer toutes formes d'interventionnisme de l'état sur l'activité économique en supprimant les plafonds de taux d'intérêt et l'encadrement du crédit, et la libéralisation financière externe se fait à travers la libéralisation des mouvements de capitaux et l'ouverture des marchés financiers, qui représente une condition indispensable à l'intégration financière.

L'intégration financière internationale a connu un grand progrès ces dernières années. En effet, les gouvernements des pays industrialisés suivis plus tard par les pays en développement et en transition ont engagé une vaste déréglementation des mouvements de capitaux en libéralisant leurs comptes de capital au cours de ces années-là. Ce phénomène peut être expliqué par le fait que l'ouverture financière a été considérée par ces pays et par les institutions internationales comme étant bénéfique pour les pays receveurs de capitaux étrangers. Il est largement admis que la libre circulation des flux internationaux de capitaux peut encourager une allocation plus efficace des ressources, offrir des moyens de diversifier les risques et aider à promouvoir le développement financier et la croissance économique. Ainsi, la théorie économique dominante, dans les années 90, était majoritairement favorable à

la libre circulation des capitaux entre les pays ; des auteurs comme S. Fischer (1998), M. Obstfeld et K. Rogoff (1998), L. Summers (2000), B. Eichengreen (2001) affirment que l'intégration financière peut être bénéfique et peut affecter positivement (directement ou indirectement) les performances économiques dans les pays receveurs de capitaux étrangers. Cependant, d'autres auteurs comme D. Rodrik (1998), J. Bhagwati (1998), J. Stiglitz (2002) considèrent que l'ouverture financière, dans certains cas, peut être très dangereuse (surtout pour les pays en voie de développement et pour les économies en transition). Par conséquent ils conseillent de libéraliser les comptes de capitaux en prenant beaucoup de précautions et cela en adaptant les mesures d'allègement des contrôles sur les mouvements de capitaux à l'évolution des situations macro-économiques des pays en questions. De plus, ces auteurs considèrent la libéralisation et l'intégration financière comme une des causes principales de l'apparition des crises. En fait, ces conclusions mitigées ont suscité un débat intense aussi bien dans les milieux de la recherche économique que dans les milieux politiques, quant aux effets de l'ouverture du compte de capital et de l'intégration financière sur la croissance économique. Toutefois, ce débat est loin d'être tranché et nécessite davantage de recherches.

Le principal objectif de cette étude est de déterminer théoriquement et empiriquement les effets de l'intégration financière sur la croissance économique tout en identifiant les conditions nécessaires en termes du développement financier, développement institutionnel, stabilité macro-économique et ouverture commerciale. Parmi les pays qui ont décidé de suivre le chemin de la libéralisation et de l'intégration financière, nous nous intéressons, dans notre thèse, au six pays du CCG¹ à savoir : Bahreïn, Koweït, Oman, Qatar, Arabie Saoudite et Emirats Arabes Unis, pays qui ont déjà connu une expérience plus ou moins réussie en termes d'intégration et de libéralisation financière afin de tenter d'en tirer les conséquences applicables aux pays du Maghreb.

¹ Conseil de Coopération du Golfe

1. Problématique

Face à ces limites de littérature, et, pour mieux appréhender le processus d'intégration financière et déterminer ces effets sur les économies des pays du CCG, il nous est apparu intéressant d'analyser de manière approfondie cette relation. La problématique analysée s'articule en particulier autour de la question à laquelle nous allons tenter d'apporter des éléments de réponses, à savoir :

Quel est l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique dans les pays du Conseil de Coopération du Golfe ?

Afin de mieux cerner notre problématique, nous avons jugé utile de la subdiviser en plusieurs questions :

- Quels sont les fondements théoriques et empiriques les plus adaptés pour étudier l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique ?
- Le processus d'intégration financière affecte-t-il de façon positive la croissance économique dans les pays du CCG ?
- Quelles sont les conditions préalables qui devraient être réalisées pour que l'intégration financière favorise la croissance économique dans ces pays ?
- Quelles sont les avantages et les inconvénients que présente l'intégration financière pour la croissance des économies du CCG ?

2. Hypothèses de l'étude

Pour essayer de répondre à notre problématique et à l'ensemble des questions posées précédemment nous avons formulé un certain nombre d'hypothèses, lesquelles ont ensuite été soumises à la vérification économétrique. En effet, de nombreuses prédictions théoriques nous permettent de supposer que :

H_1 : l'intégration financière exerce un effet favorable sur la croissance économique dans les pays du CCG.

H_2 : En ce qui concerne les coefficients des autres variables explicatives de notre modèle empirique, nous nous attendons à un impact positif du développement financier (représenté par les crédits accordés au secteur privé en pourcentage du PIB) et de l'ouverture commerciale (représentée par la somme des importations et des exportations en pourcentage du PIB). En outre, nous nous attendons à un impact négatif du taux d'inflation et de la corruption.

3. Objectif de l'étude

La présente thèse a pour objectif de fournir une évaluation théorique et empirique de la relation entre l'intégration financière et la croissance économique afin de contribuer à l'enrichissement de la littérature existante en fournissant les principaux fondamentaux sur cette relation.

4. Importance de l'étude

L'importance de ce travail se montre à travers le sujet étudié lui-même qui se situe dans le cadre de la mondialisation financière et qui fait l'objet d'un débat très intense entre les économistes et les chercheurs.

Une autre justification de l'intérêt du sujet est que, les politiques d'intégration économique et financière mises en place dans plusieurs catégories de pays ont pour objectifs l'évolution des systèmes bancaires et financiers des pays qui constituent une étape cruciale dans le développement économique.

Ainsi, pendant une longue période, l'idée générale était que l'évolution de l'intégration financière est positive pour la croissance économique des pays ce qui a causé un manque de considération pour cette évolution mais l'intensification des flux de capitaux et des échanges commerciaux ont accru les risques des crises financières que le monde a connu ces dernières années d'où un autre argument pour le choix de notre étude.

En effet, c'est ces politiques d'intégration financière et leurs conséquences, primaire et secondaire, qui nous ont ramené à y consacrer notre étude sur l'analyse de la relation intégration financière, croissance économique et cela pour le cas des pays du CCG.

5. Motifs du choix du sujet

Plusieurs motifs nous ont poussé à choisir le sujet de notre étude :

- Le manque de documentation et d'études sur ce sujet, en particulier en ce qui concerne notre échantillon, ce qui nous a poussé à réaliser ce travail afin de faire une contribution dans ce domaine

- Notre connaissance de l'importance des politiques d'intégration économique et financière dans les pays émergents et en développement et spécialement les pays du CCG et leurs conséquences sur la croissance économique.
- L'analyse des effets de la politique de libéralisation et d'intégration financière sur les économies des pays étudiés.
- L'utilisation des méthodes économétriques modernes pour accomplir notre étude.
- Agrandir nos connaissances dans un sujet où il y a beaucoup à perfectionner est une des raisons personnelles qui nous motivent à apporter notre contribution.

6. Démarche méthodologique

Dans le but de traiter ce sujet d'une manière approfondie, nous avons privilégié l'utilisation d'une démarche méthodologique qui consiste à utiliser la méthode descriptive du côté purement théorique de cette étude et une étude quantitative économétrique pour l'analyse de l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique dans les pays du CCG.

7. La structure de la thèse

À la lumière des développements récents de la théorie économique et des techniques dans les domaines de l'intégration financière et de la croissance économique, ce travail propose d'examiner la validité des propositions ci-dessus. Dans cet esprit et compte tenu des remarques précédentes, il nous a semblé intéressant d'adopter la démarche suivante en distinguant trois chapitres, les deux premiers sont à caractères théoriques tandis que le troisième représente un cas empirique.

➤ Dans le premier chapitre nous visons à alimenter en concepts fondamentaux notre recherche sur l'intégration financière et la croissance économique. Pour comprendre l'essence de ces deux phénomènes contemporains nous avons proposé de présenter dans la première section le concept théorique du système financier, de la libéralisation financière et de la croissance économique, ainsi qu'identifier la relation entre le développement financier et la croissance économique à travers plusieurs canaux théoriques. Nous étudions dans la seconde section, le processus de l'intégration financière d'un point de vue historique, ensuite nous allons présenter le cadre théorique de ce processus. Enfin la troisième section étudie les bénéfices et les dangers potentiels de l'intégration financière et leurs impacts sur la croissance économique.

➤ L'objet du deuxième chapitre est de présenter les évidences macro-économiques qui concernent l'effet de l'intégration financière sur la croissance économique. Ce chapitre est également composé de trois sections ; la première présente les « outils » permettant de mesurer l'intégration financière. Quant à la deuxième section, elle expose les différents flux de capitaux et leurs effets sur l'économie du pays receveur de capitaux étrangers ; enfin, la troisième section présente l'ensemble des constatations empiriques sur la relation entre l'intégration financière et la croissance économique en termes d'une revue de la littérature empirique sur le sujet.

➤ Enfin, le troisième chapitre a pour objectif d'examiner empiriquement l'impact du processus d'intégration financière sur la croissance économique des pays du Conseil de Coopération du Golfe. La première section de ce chapitre présente un aperçu général sur les indicateurs de la croissance économique des pays du CCG ainsi que les caractéristiques des systèmes financiers de ces pays. La deuxième et la troisième section concernent la partie empirique de la thèse. En effet, la seconde section présente une description sur les données de l'étude, la spécification de notre modèle économétrique ainsi que les différentes méthodes d'estimation; la troisième section sera consacrée à la présentation et l'interprétation des résultats obtenues.

Chapitre I

**Cadre théorique et
conceptuel de la relation :
intégration financière et
croissance économique**

Introduction du chapitre

Le lien entre le développement financier et la croissance économique a reçu une attention considérable dans la littérature économique. En effet, les fondements théoriques d'une telle relation remontent aux études de Schumpeter (1911), Gurley et Shaw (1960) et McKinnon et Shaw (1973). Pour Schumpeter (1911), le système financier exerce un effet favorable sur la croissance économique à travers son action positive et stimulatrice sur l'innovation technologique. Gurley et Shaw (1960) soutiennent l'idée que la diversification financière qui accompagne le développement de la sphère financière affecte positivement le développement économique. McKinnon et Shaw (1973) construisent les fondements théoriques de l'école de la libéralisation financière qui stipulent que le processus de libéralisation financière est un moyen efficace pour promouvoir le développement financier et la croissance économique.

Les contributions des économistes à cette relation sont assez larges. D'un côté certains d'entre eux confirment un effet positif du développement financier sur la croissance économique qui est déterminé par l'accroissement des investissements productifs, par une baisse des coûts du capital et une meilleure diversification des risques. D'un autre côté, d'autres économistes supportent les propositions d'un effet négatif du développement du secteur financier sur la croissance parce qu'ils considèrent ce développement comme une des causes de crises qui sont apparues ces dernières années.

Dans le cadre de notre problématique, nous nous intéressons à l'un des aspects du développement financier qui est la libéralisation financière (McKinnon et Shaw 1973) et en particulier l'intégration financière. Selon McKinnon 1991, Fischer 2001, Park 2006, cette dernière devrait être la dernière étape du processus de libéralisation.

L'objectif du présent chapitre est de présenter les différents aspects théoriques sur le rôle du système financier dans le processus de croissance. Ce chapitre s'organise en trois sections. Dans la première section, nous allons aborder la relation entre le développement financier et la croissance économique et nous allons aussi mettre en lumière dans cette section les réalités économiques de la politique de libéralisation financière. La deuxième section est consacrée à la présentation du cadre théorique de l'intégration financière. Ainsi, au niveau de la troisième section, nous allons accorder notre attention sur les avantages et les inconvénients du processus d'intégration financière et leurs impacts sur la croissance économique.

Section 1. La finance : croissance et développement

La littérature théorique concernant le rôle du secteur financier sur la croissance économique et ses implications dans les différentes étapes de développement a été largement évoquée au cours de ces dernières décennies. On peut bien dire qu'aujourd'hui, le secteur financier est indispensable pour la satisfaction des besoins économiques, il suffit juste d'imaginer un monde sans secteur financier pour s'apercevoir de sa grande importance.

I. Identification de la relation entre le système financier et la croissance économique**1. La structure du système financier**

Le système financier revêt une importance toute particulière dans les effets de développement et de croissance pour les différentes économies du monde, quels que soient l'emplacement géographique, le cadre temporel et le degré d'industrialisation du pays.

1.1 Définition du système financier

L'économie peut être divisée en deux grands secteurs: le secteur réel et le secteur financier. Le secteur réel comprend les particuliers, les entreprises non-financières, les gouvernements et les non-résidents. Le secteur financier est constitué d'institutions financières et de marchés financiers. Les principales institutions financières sont les banques, les caisses d'épargne et de crédit, les compagnies d'assurances et les sociétés de courtage en valeurs mobilières, etc. Les marchés financiers se divisent en marché monétaire, marché des obligations, marché des actions et marché des produits dérivés. Le rôle fondamental du secteur financier est de recueillir et d'allouer l'épargne financière.¹

D'après Palat (2002)², « le système financier consiste en un marché où se confrontent directement l'offre et la demande de capitaux et où sont émis et souscrits des titres d'une grande diversité, soit directement, soit par l'intermédiation d'organismes de placements collectifs ». Donc, le système financier qui correspond à un ensemble de mécanismes et d'agents a pour objectif de mettre en relation les besoins et les capacités de financement et de répartir les risques.



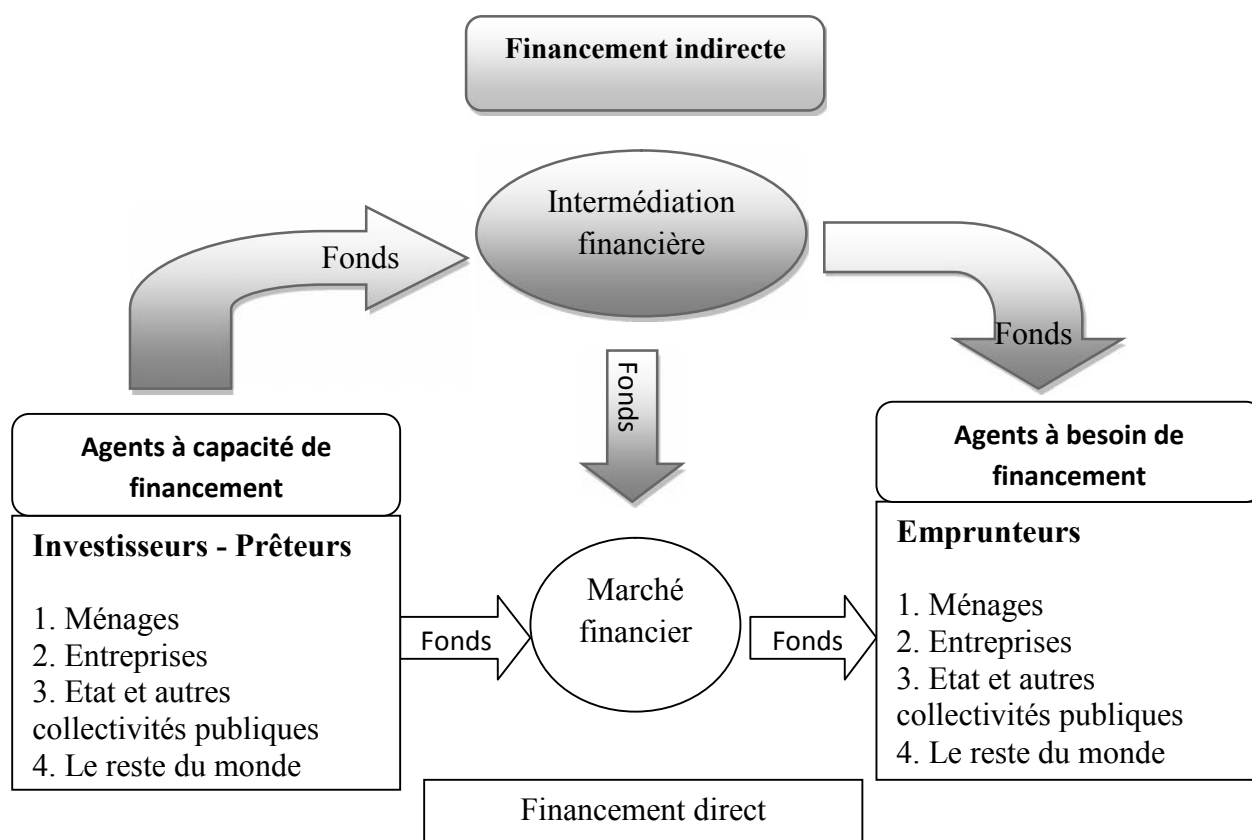
¹ L'épargne se définit comme étant le surplus des revenus sur les dépenses. L'épargne peut être investie en biens réels, comme des immeubles, ou en actifs financiers, comme des dépôts, des obligations ou des actions.

² Palat J. P. (2002) Monnaie, "système financier et politique monétaire", 6^{ème} Edition, Economica, p. 540

En effet, selon Zvi Bodie et Robert Merton¹ : « le système financier englobe les marchés, intermédiaires, sociétés de service et toutes les autres institutions qui mettent en œuvre les décisions financières des ménages, des entreprises et des gouvernements ».

Le système financier permet de réaliser la rencontre entre les agents à capacité de financement (épargnants) et ceux à besoin de financement (emprunteurs) par deux manières principales. La première consiste dans ce qu'on appelle le financement direct, et la deuxième est communément appelée financement indirect. La figure (I.1), résume les deux manières de financement des activités économiques des divers agents dans une économie.

Figure (I.1) : Les flux de fonds au sein du système financier



Source : Mishkin, F., (2007), *Monnaie, banque et marchés financiers*, Pearson Education, Paris

¹ Zvi Bodie ., Robert Merton. (2007) “ Finance, 2^{ème} Edition” Pearson Education 2007, p. 27

Dans le financement indirect, les intermédiaires financiers assurent un lien permanent entre les agents à capacité de financement et ceux à besoin de financement, ils transfèrent les capitaux des prêteurs finaux aux emprunteurs finaux. En effet, ces intermédiaires financiers comme les banques commerciales, les fonds de retraite, les compagnies d'assurance, les banques d'investissement, etc..., jouent un rôle de collecteur de l'épargne disponible puis ils réinjectent les fonds collectés aux emprunteurs et donc ils font augmenter le volume de l'épargne et de l'investissement, ce qui encourage la croissance économique. En revanche, dans la finance directe, l'intermédiaire financier ne joue aucun rôle entre le prêteur et l'emprunteur. En effet, le financement direct permet aux emprunteurs de s'adresser directement aux prêteurs à travers les instruments financiers sur le marché, les créances (titres) émises par les agents à besoin de financement sont vendues directement aux agents à capacité de financement.

1.2 Les structures des systèmes financiers

Les structures des systèmes financiers sont assez divergentes, ils diffèrent d'une économie à une autre. En effet, il y a des économies qui suivent des systèmes financiers fondés sur les banques et d'autres suivent ceux fondés sur les marchés. Aussi, le système financier peut également être dominé par l'état qui se charge de l'activité d'allocation des ressources et de financement des investissements. Toutefois, quand le système financier n'est pas suffisamment développé, les agents économiques se contentent de l'autofinancement.

1.2.1 Un système financier basé sur l'autofinancement (le financement interne)

L'absence d'un secteur financier assez développé entrave le recours des agents économiques au financement extérieur. Donc, pour investir, ces derniers se dirigent généralement à l'autofinancement.

L'autofinancement peut présenter un grand avantage pour l'entreprise. En effet, ce mode de financement est le moins coûteux parmi les autres, il permet de diminuer les coûts de production et d'élever la rentabilité. Ainsi, l'autofinancement réduit la dépendance des entreprises du secteur financier. Toutefois, ce mode de financement comporte quand même un coût, il restreint les possibilités d'expansion des entreprises et limite la réalisation de projets avec des fonds importants et qui sont très productifs. Selon ce constat, McKinnon (1973)¹

¹ McKinnon. R. I (1973), "Money and Capital in Economic Development", *The Brookings Institution*, Washington. D. C.

soutient l'importance du développement financier et de la libéralisation financière pour soutenir l'investissement et la croissance économique dans les pays en développement.

1.2.2 Un système financier basé sur les banques

Dans une économie dominée par les banques ou une économie d'endettement (ou finance indirecte), une faible part des besoins des entreprises est financée par émission de titres financiers. L'ajustement entre besoin de financement et capacité de financement des secteurs de l'économie est principalement assuré par les intermédiaires financiers à travers l'intermédiation monétaire, c'est-à-dire par le crédit bancaire créateur de monnaie. Les firmes sont donc fortement endettées auprès des banques qui, à leur tour, se refinancent auprès de la banque centrale qui assure la fonction de prêteur en dernier ressort¹.

Beck (2010) résume les caractéristiques de cette structure ainsi que ses avantages :² Tout d'abord, Les banques peuvent réduire les coûts liés à l'acquisition et au traitement des informations sur les entreprises et les projets en évaluant les emprunteurs potentiels permettant ainsi d'augmenter l'épargne et l'accumulation du capital dans l'économie. De plus, les banques favorisent l'innovation en identifiant les projets les plus productifs. Elles peuvent par ailleurs faire diminuer le risque de liquidité en concentrant l'épargne et en investissant à la fois dans des titres financiers à court terme et dans des investissements à long terme. Elles permettent en fin aux investisseurs individuels de partager les risques, les incitant ainsi à s'engager dans des projets plus risqués, au rendement plus élevé.

Dans un système basé sur les banques, ces derniers assurent toute l'activité bancaire : elles récoltent les dépôts, elles octroient les crédits, elles interviennent sur les marchés des actions et des obligations et elles participent à la gestion des trésoreries des banques. En même temps, elles sont des banques d'affaires et des opérations des fusions et des acquisitions³.

¹ Aka Brou Emmanuel. (2005) "le rôle des marchés de capitaux dans la croissance et le développement économiques thèse de doctorats en sciences économiques, sous la direction de Monsieur Jean-Marin SERRE Université d'Auvergne", Clermont-Ferrand I, p. 79.

² Beck. T. (2010) "développement de la finance et croissance économique: banques versus marchés financiers?", La revue secteur privé et développement, N° 5, PROPARCO, p. 24.

³ Zaiter Lahimer. M. (2011) "l'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économiques dans les pays en développement", thèse de doctorat en sciences économiques, dirigée par Pr. Henri STERDYNIAK, l'université de paris dauphine, p. 31.

1.2.3 Un système financier basé sur le marché

Dans une économie de marchés financiers (ou finance directe), l'essentiel des besoins de financement est couvert par l'émission par les entreprises de titres financiers (actions, obligations, billets de trésorerie) souscrits par les investisseurs. En effet, le marché financier est l'un des compartiments du marché des capitaux qui est défini comme l'ensemble des établissements et le mécanisme dont l'objectif est de fournir le financement à moyen et long terme.

Dans un système financier basé sur les marchés financiers, les agents à besoin de financement s'adressent directement aux agents économiques à capacité de financement. Les entreprises ou l'état vont donc passer par les marchés financiers ou ils émettent des valeurs mobilières de placement qui seront acquises directement par les agents économiques souhaitant bénéficier de leur épargne disponible.

L'intérêt d'un marché financier bien organisé est de participer à la diversification et la gestion du risque, la diffusion de l'information, l'amélioration de la gouvernance d'entreprise et l'allocation des ressources¹. Plus précisément, le marché financier permet aux banques d'obtenir toutes les informations nécessaires sur l'entreprise qui demande le crédit, il offre aussi un ensemble varié d'instruments de couverture et de diversification du risque contrairement aux banques dont l'offre de ces produits est très limitée. Les marchés financiers permettent aux investisseurs de palier au problème de liquidité en leur permettant de vendre sur des marchés liquides. Toutefois, il faut signaler que la plupart des entreprises n'ont pas une taille suffisante pour accéder aux marchés financiers, elles ne disposent donc que de l'autofinancement ou du crédit bancaire. De plus, la limite de cette structure du système financier vient du fait que l'information est imparfaite surtout que les agents économiques ne se soucient pas de connaître la réalité mais ils cherchent à déterminer l'opinion des différents agents sur cette réalité. En effet, les marchés financiers disposent donc de moyens de contrôle de la qualité des investissements moins efficaces que ceux des banques².

¹ Levine R., Zervos S. (1998) "stocks markets, banks, and economic growth", American Economic Review, Vol.88(3), pp.537-558.

² Zaiter Lahimer. M. (2011) op cit, pp.32-33

1.2.4 Un système financier basé sur l'état

Une autre structure du système financier est celle basée sur l'intervention de l'état, en effet, le gouvernement peut intervenir dans le secteur financier en créant des institutions financières et à travers l'allocation de crédit. Cette structure du système financier se fonde sur les banques publiques en excluant le rôle des marchés.

Gerschenkron (1962)¹ soutient l'idée de l'intervention de l'état dans le système financier et l'efficacité des banques publiques à encourager l'épargne, l'accumulation du capital et la croissance de la productivité. L'auteur suppose que les avantages de l'intervention du gouvernement dans le secteur financier ne reviennent pas seulement au secteur public mais aussi au secteur privé car ce dernier profite du développement de la politique de crédit du gouvernement.

Selon Stiglitz (1994)² les institutions financières de l'état y compris les banques peuvent également remplir le manque de certains types de crédits que les institutions privées n'offrent pas et elles peuvent aussi faciliter l'établissement de certaines institutions financières et rendre leurs activités viables. Selon cet auteur, le rôle de l'intervention du gouvernement dans les contrôles appliqués sur les banques réside dans la collecte de l'épargne et dans l'orientation du crédit. D'après Stiglitz (1994), l'orientation du crédit est un moyen efficace de la participation du gouvernement dans le système financier qui lui permet d'assurer la stabilité macro économique. Selon cet auteur, l'orientation du crédit participe à promouvoir la technologie (plus précisément, la participation de l'état dans l'orientation du crédit vers des secteurs intensives en technologie est indispensable pour améliorer la croissance économique) et à encourager les exportations (en effet, pour améliorer le développement de l'économie, les pays cherchent à augmenter leurs exportations en orientant leurs crédits vers les activités exportatrices)³.

Cependant, les partisans de la libéralisation financière estiment que la participation du gouvernement ne fait qu'entraver l'activité sur le marché financier et sur l'activité économique.

¹ Gerschenkron A. (1962) "Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays", Belknap Press of Harvard University Press, p. 456.

² Stiglitz J. E. (1994) "The Role of the State in Financial Markets", Proceeding of the world Bank Annual Conference on Development Economics

³ Stiglitz J. E. (1994) op cit, p. 34.

2. Aperçu général sur la croissance économique

Nous nous intéressons dans cette section à un aspect particulièrement important qui a toujours été le centre des préoccupations de nombreux économistes, il s'agit du phénomène de la croissance économique.

2.1 Le concept de la croissance économique

La croissance économique désigne une variation positive de la production de biens et de services dans une économie donnée, généralement sur une période longue. Selon certains économistes, l'accroissement du volume de production des biens et services, durant une période bien déterminée, est un critère de la croissance économique. D'après Lecaillon Jaques (1972), « La croissance économique peut être définie comme l'expansion de la production ou du produit national sur une longue période »¹.

En utilisant les notions de facteurs de production et de progrès techniques, on trouve que la croissance économique peut être soit intensive, soit extensive :

- La croissance intensive : elle désigne une utilisation plus efficace des facteurs de production, elle est due, alors, aux gains de productivité.
- La croissance extensive : elle désigne une augmentation plus efficace des quantités de facteurs de production, elle repose, donc, sur une croissance du capital et du travail.

Sur le plan comptable, l'indicateur le plus utilisé pour mesurer la croissance économique est le Produit Intérieur Brut (PIB)², il est mesuré « en volume » ou « à prix constants » pour corriger les effets de l'inflation. Afin d'effectuer des comparaisons internationales, on utilise également la parité de pouvoir d'achat qui permet d'exprimer le pouvoir d'achat dans une monnaie de référence. Pour comparer la situation d'un pays à des époques différentes on peut aussi utiliser la monnaie constante.

Sur le plan économique, le taux de croissance global est censé offrir une mesure synthétique du degré de réalisation de la plupart des objectifs assignés aux politiques : augmentation des revenus du travail et du capital et, par la même, accroissement de la richesse matérielle et du bien-être de la population, capacité de créer des emplois

¹ Lecaillon. J. (1972) “ la croissance économique”, Editions CUJAS, Paris, p 10.

² Le calcul du taux de croissance est $\frac{PIB_t - PIB_{t-1}}{PIB_{t-1}} \times 100\%$.

rémunérateurs pour tous, affirmation de la puissance économique des états et accumulation des richesses¹.

Une autre caractéristique de la croissance économique qui se résume dans l'effet du taux de croissance réalisé sur le niveau de vie des individus. En effet, de petites variations du taux de croissance ont une incidence directe sur le niveau de vie². Plus précisément, à long terme, la croissance affecte, d'une manière importante, le niveau de vie des citoyens qui est mesuré par son apport au revenu global. J. Schumpeter souligne que « La croissance économique est mesurée par le volume de l'augmentation de la part de l'individu au revenu global et ce, à travers le cycle économique des ressources disponibles »³. Mais, il faut préciser que, dans certains cas, la croissance du PIB n'implique pas nécessairement une évaluation du niveau de vie. En effet, si la croissance démographique est plus rapide que la croissance du PIB, le PIB par habitant diminue.

D'une manière générale, la croissance correspond, pour une nation, à une augmentation soutenue et durable –à long terme- de la production de biens et de services appréhendée par des indicateurs comme le PIB ou PNB. Selon Jaques Garelo et Jean-Yves Naudet (1991), « La croissance économique se caractérise par une augmentation durable de la production et des principales grandeurs économiques comme le produit intérieur brut (PIB) »⁴.

2.2 Les différentes théories de la croissance économique

Selon la théorie économique, les origines de la croissance économique remontent à la première révolution industrielle, et notamment aux travaux des économistes classiques tels que : Adam Smith, Thomas Robert Malthus, David Ricardo, Karl Marx, etc. Dans les années 50, d'autres modèles théoriques ont connu un véritable succès, il s'agit des modèles post-Keynésiens (Harrod-Domar) et néoclassique (Solow), qui ont introduit un véritable débat sur la question de la croissance équilibrée. A partir des années 70-80, la croissance a suivi un autre chemin sous l'impulsion de la croissance endogène.

¹ Cameliau. C. (2006) "La croissance ou le progrès : croissance, décroissance ou développement durable", Editions du Seuil, Février, France, pp 13-14.

² Mokhtari. F. (2009) "Croissance endogène dans une économie en développement et en transition : Essai de modélisation, cas de l'Algérie", thèse de doctorat en sciences économiques, sous la direction du : Pr. Belmokadem Mostefa, université de Tlemcen, Algérie, p. 28.

³ Mokhtari. F. (2009) op.cit, p 20.

⁴ Garelo Jaques., Naudet Jean-Yves. (1991) Abécédaire de sciences économiques, Albatros, Paris.

2.2.1 L'école classique

La majorité des économistes de l'école classique estiment qu'à long terme l'économie va atteindre un état stationnaire, c'est-à-dire qu'aucune croissance n'est durable. Adam Smith, Thomas Malthus, David Ricardo et Karl Marx sont les véritables précurseurs de cette école.

Adam Smith (1723-1790) : Dans ces études sur la nature et les causes de la richesse des nations (1776)¹, Adam Smith a développé les premiers éléments de la théorie de la croissance, en mettant en évidence le rôle de la division du *travail* (surplus, marché, gains de productivité) comme facteur de croissance. La vision optimiste de Smith apparaît à travers les traits d'une croissance illimitée.

Thomas Robert Malthus (1766-1834) : Dans ses recherches sur le principe de population (1796)², Thomas Malthus considère que la croissance économique tend à ralentir et que l'économie converge vers un état stationnaire, et cela, en raison de la croissance démographique très rapide. Selon cet auteur, la population augmente selon une suite géométrique (1, 2, 4, 8, 16, 32, ... etc), alors que les ressources de substance progressent selon une suite arithmétique (1, 2, 3, 4, 5, ..., etc). Donc, puisque les ressources tendent à être insuffisantes pour nourrir la population, il y a une tendance à la surpopulation, ce qu'il provoque une nouvelle crise. Malthus préconise que la solution de cet état passe par la réduction du nombre de naissance, la mortalité et le célibat.

Karl Marx (1818-1883) : Karl Marx a été le premier économiste à proposer un modèle formel de croissance, à l'aide de ses schémas de reproduction élargie. Cet auteur considère que la croissance est limitée dans le monde de production capitaliste en raison de la baisse tendancielle des taux de profit³.

John Haynard Keynes (1883-1946) : L'économiste britannique Keynes insiste sur le rôle de l'Etat qui, par les investissements publics, peut relancer l'économie en jouant sur la demande et favoriser ainsi la croissance.

¹ Smith. A. (1776) "Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations", Gallimard (édition 1976), Paris.

² Thomas-Robert Malthus. (1798) "Essai sur le principe de population "

³ Mr Diemer. " La croissance économique" cours en économie générale. Partie II, chapitre 4, IUFM Auvergne.

2.2.2 Schumpeter (1911) : l'innovation à l'origine de la croissance et le rôle de l'entrepreneur

Joseph Schumpeter a développé la première théorie de la croissance sur une longue période. Il a étudié, dans son ouvrage « théorie de l'évolution économique, 1913 » le rôle de l'entrepreneur dans les processus d'innovation. Cet économiste considère que le progrès industriel est la clé du changement, il a écrit que : « l'impulsion fondamentale qui met et maintient en mouvement la machine capitaliste est imprimée par les nouveaux objets de consommation, les nouvelles méthodes de production et de transport, les nouveaux marchés, les nouveaux types d'organisation industrielle -Tous éléments créés par l'initiative capitaliste »¹.

Ainsi, Schumpeter introduit le concept de « destruction créatrice » qui vise à décrire le processus par lequel une économie voit se substituer à un modèle productif ancien un nouveau modèle fondé sur les innovations.

2.2.3 Les modèles de croissance post-Keynésiens : Harrod et Domar

Après la crise de 1929, les économistes Roy Forbes Harrod (1939) et Eusey Domar (1947), inspirés par les théories Keynésiennes², ont contribué, chacun de leur côté, à construire une telle théorie. Ils ont cherché à comprendre les conditions dans lesquelles une phase d'expansion peut être durable. Les deux économistes sont arrivés aux mêmes conclusions³ :

- Leur première conclusion est que la croissance est *déséquilibrée*. L'investissement est à la fois une composante de l'offre et une composante de la demande. D'une part, en investissant, les entreprises augmentent leurs capacités de production (l'offre tend à augmenter). D'autre part, si une entreprise investit, c'est qu'elle achète par définition des machines ou d'autres moyens de production à d'autres entreprises (la demande tend à augmenter). Si l'augmentation de l'offre correspond à l'augmentation de la demande, alors la croissance sera équilibrée, mais rien n'assure que ce sera effectivement le cas. Selon Harrod et Domar, la croissance risque d'être déséquilibrée, instable. Deux situations sont alors possibles : Si l'offre est supérieure à la demande, alors l'économie se trouve en

¹ Schumpeter Joseph. (1942) "Capitalisme, socialisme et démocratie ", payot, édition française de 1951, p 106-107.

² Keynes. (1936) dans la théorie générale, ne s'est concentré que sur le court terme, il n'a pas construit une théorie de la croissance économique à long terme.

³ Les théories de la croissance économique (1989), par : annotations.blog.free.fr/index.php?post/1989/02/24.

surproduction, elle s'éloigne du plein emploi et elle risque de connaître une déflation. Inversement, si la demande est supérieure à l'offre, l'économie subit alors des tensions inflationnistes.

- Leur deuxième conclusion est que les déséquilibres sont cumulatifs. Si la demande est supérieure à l'offre (cas inflationniste), les entreprises vont chercher à accroître leurs capacités de production pour répondre à l'excès de demande. Or, en investissant, elles créent une demande supplémentaire. Il est alors probable que l'excès de demande s'intensifie au lieu de se réduire. Inversement, si l'offre est supérieure à la demande (cas de surproduction), les entreprises risquent de réduire leurs dépenses d'investissement, donc de réduire plus amplement la demande. Dans tous les cas, un simple déséquilibre risque de s'amplifier au cours du temps : la croissance est « sur le fil du rasoir » selon Harrod.

Comme il a été cité précédemment, Keynes avait prouvé que les autorités publiques doivent intervenir à court terme pour sortir l'économie du sous-emploi. Harrod et Domar montrent que l'état a un rôle à jouer dans la croissance à long terme en veillant à ce qu'elle soit équilibrée. En faisant à assouplir et à resserrer ses politiques conjoncturelles, l'Etat va ajuster la demande globale de manière à ce qu'elle soit équilibrée avec l'offre globale.

2.2.4 Les modèles néoclassiques : l'approche de Solow

Les modèles néoclassiques ont été développés successivement par Ramsey (1928), Solow (1956), Swan(1956) et Koopmans (1965). Dans son modèle, Robert Solow (1956) a utilisé une fonction de production relativement simple où la production résulte de deux facteurs de production : Le capital et le travail. A partir de là, il a établi trois méthodes possibles pour augmenter la production : l'augmentation du volume de capital productif, l'augmentation du travail utilisé, ou bien par la combinaison des deux¹.

Solow (1956) a mis l'accent dans son travail, sur deux perspectives : à court terme et à long terme. Selon l'auteur, à court terme, une croissance équilibrée dépend seulement du capital intégré à la production² (peu de capital implique peu de production et inversement). Cependant, à long terme, une croissance équilibrée est définie non pas par l'épargne, mais par

¹ Solow Robert. (1956) "A contribution to the theory of economic growth", Quartely Journal of Economics, pp. 65-94. P. 71.

² D'après Solow, les entreprises utilisent l'épargne des ménages pour investir et ainsi accroître les capacités de production. Ainsi, plus l'épargne de l'économie augmente, plus les entreprises arrivent à accumuler plus de capital.

l'évolution de la production et de la consommation. Cette évolution dépend donc du volume de travail et de l'efficacité des combinaisons des facteurs de production (travail et capital). Ainsi, selon Solow, d'une part la croissance dépend de la croissance démographique qui fait augmenter la qualité de travail, et d'autre part, du progrès technique qui correspond à une plus grande efficacité de la fonction de production. Plus précisément, en l'absence de progrès technique, la croissance tend peu à peu vers zéro et l'économie risque finalement de se trouver dans un état où la production n'augmente plus, mais stagne, c'est-à-dire que l'économie tend vers un état stationnaire¹. Solow précise qu'à long terme, la croissance ne peut venir que du progrès technique : tant qu'il y a du progrès technique, l'économie induit toujours à la croissance et ne connaît pas d'état stationnaire².

Toutefois, ce modèle souffre de quelque faiblesse tel que :

- Solow suppose que l'épargne participe favorablement à la croissance. Or, selon les Keynésiens, à court terme, une augmentation de l'épargne (donc une baisse des dépenses) incite l'économie dans une récession et entraîne une augmentation du chômage. Ils soulignent que c'est la perspective d'une forte demande qui pousse les entreprises à investir.
- Aussi, dans son modèle, Solow insiste sur l'importance du progrès technique pour la croissance à long terme. Il considère le progrès technique comme « exogène », c'est-à-dire indépendant du comportement des agents. Autrement dit, il ne dit rien sur la façon dont le progrès technique apparaît.

Enfin, dans les années quatre vingt, de nouvelles théories (les théories de la croissance endogène) sont apparues pour expliquer d'où provient le progrès technique.

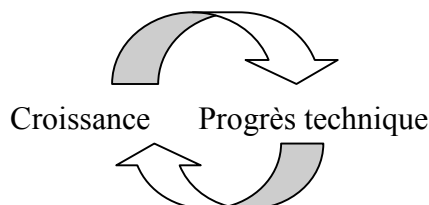
2.2.5 Les nouvelles théories de la croissance : la croissance endogène

Les théories de la croissance endogène sont apparues dans les années quatre vingt pour but d'expliquer le caractère cumulatif de la croissance. Plus précisément, ils visent d'expliquer pourquoi certains pays ne sont arrivés à amorcer un processus de croissance et restent alors dans une situation de sous développement. Les modèles de la croissance endogène, à la différence du modèle de Solow, considèrent le progrès technique comme endogène ; c'est-à-dire qu'il dépend du comportement des agents. Selon ces théoriciens, le progrès technique

¹ Solow retrouve ici l'idée des classiques.

² Solow Robert. (1956), op cit, p. 79

génère de la croissance économique, et, cette dernière est aussi susceptible de générer du progrès technique.



Le modèle de la croissance endogène englobe trois facteurs principaux : Le capital humain, le capital technologique et le capital public.

Le capital humain : est au centre des études menées par R.E.Lucas¹ (prix Nobel en 1995). Cet économiste souligne l'importance du capital humain pour la croissance. Le capital humain désigne l'ensemble des capacités apprises par les individus et qui accroissent leur efficacité productive, or, c'est un facteur cumulatif qui présente des rendements croissants. En effet, un travailleur devient plus productif en accumulant des connaissances et des compétences. Selon Robert Lucas, l'accumulation du capital humain permet au travailleur d'être plus productif, et, avec une vision plus loin : l'accumulation du capital humain permet à l'individu d'innover, de créer des idées et du savoir-faire.

Le capital technologique : Paul Romer² est l'un des économistes qui ont mis l'accent sur la recherche-développement, c'est-à-dire l'accumulation du capital technologique. Selon lui, pour innover, un chercheur utilise le savoir qui est disponible à son époque ; en innovant, il accroît le savoir disponible pour les autres chercheurs, spécialement ceux des générations futures. Ainsi, les dépenses réalisées par une entreprise dans l'accumulation du capital technologique lui permettent d'accroître sa productivité et d'innover ; grâce aux externalités, elles profitent également aux autres entreprises. Donc, en innovant, une entreprise permet aussi aux autres entreprises d'innover.

Le capital public : correspond à l'ensemble d'infrastructures publiques tel que : routes, aéroports, éclairage public, réseau de distribution d'eau, l'investissement dans les secteurs de

¹ Lucas.R (1988) "On the Mechanics of Economic Development", Journal of Monetary Economics, Vol 22, p 3-42.

² Romer P. (1986) "Increasing Returns and long Run Growth", Journal of political Economy, Vol 94, Octobre, n° 5, pp 1002-1037

l'éducation et la recherche, etc. il est au cœur du modèle élaboré par Robert Barro¹ qui a montré, dans son travail, le rôle joué par l'investissement public, c'est-à-dire l'accumulation du capital public, dans la croissance. Selon cet économiste, d'un côté, l'accumulation du capital public stimule la productivité des agents privés et par conséquent l'activité et la croissance. Et, d'un autre côté, avec la croissance, le gouvernement prélève davantage de taxes et d'impôts, ce qui lui permet de financer de nouvelles infrastructures. Donc, on peut dire que ces deux phénomènes sont complémentaires : l'investissement public favorise la croissance, et, en retour, la croissance favorise l'investissement public.

Donc, ces trois facteurs : le capital humain, la recherche-développement et l'investissement public sont des sources du progrès technique. Malgré que ces trois économistes soient néoclassique et se montrent hésitants à l'aide d'utiliser les politiques conjoncturelles pour stabiliser l'activité à court terme, leurs théories indiquent que l'intervention du gouvernement peut participer à l'amélioration de la croissance à long terme. Enfin, ces travaux ont été poursuivis par plusieurs économistes tel que : Grossman et Helpman (1991), Aghion et Homitt (1992), Barro et Sala-i-Martin (1995)...

3. Développement financier et croissance économique

Depuis le début du vingtième siècle, de nombreux économistes se sont accordés à admettre l'existence d'une relation étroite entre le degré du développement financier et le taux de croissance de l'économie. En effet, au cours de cette période, d'éminents auteurs ont évoqué les avantages du développement financier pour la croissance économique. W. Bagehot (1873)² a attiré l'attention sur le rôle fondamental joué par le système financier britannique dans la mobilisation et l'allocation des ressources financières aux emplois les plus productifs³. J. Schumpeter (1911)⁴ a noté aussi l'impact positif que peut avoir le développement financier d'un pays donné sur son taux de croissance économique. Cet auteur prétend qu'un système bancaire bien développé stimule l'innovation technologique en identifiant et en finançant les entrepreneurs ayant des projets d'innovation à meilleure chance de succès. Selon Schumpeter, le développement financier stimule la croissance à travers l'allocation efficace des ressources.

¹ Barro. R. J. (1990) "Government Spending in a simple model of endogenous growth", *Journal of political economy*, Vol 98, n° 5, pp. S 103 – S 125.

² Bagehot. W. (1873) "Lombard Street: A Description of the Money Market", *H.S. King*, Londres.

³ Abouch. M., Ezzahid. E. (2007) "Financial Development and Economic Growth Nexus: The Moroccan Case", 11èmes Rencontres Euro-méditerranéennes, Nice 15-16 novembre 2007.

⁴ Schumpeter, J. (1911) "The Theory of Economic Development", Cambridge, MA: Harvard University Press.

En effet, l'entrepreneur a besoin de moyens financiers pour développer de nouvelles technologies, et le rôle du banquier est de choisir ces nouvelles technologies : « le banquier, parce qu'il est le partenaire privilégié de l'entrepreneur, est à même de lui fournir les fonds nécessaires à la mise en œuvre de son innovation...le banquier, n'est pas à l'origine un intermédiaire...il autorise les individus au nom de la société... (à innover) »¹.

Un peu plus tard, J. Gurley et E. Shaw (1960)² ont mis en avant les avantages de la diversification financière qui accompagne le développement de la sphère financière sur le développement économique. Ces auteurs ont attiré l'attention sur le rôle du canal du crédit et plus précisément sur le rôle des institutions financières dans l'offre des fonds pour financer l'activité réelle. Ils ont montré que le développement financier implique une plus grande diversification des institutions et des outils financiers de nature à favoriser la concurrence et l'allocation optimale des ressources. Gurley et Shaw ont aussi défendu l'idée que les différences entre les systèmes financiers expliquent les différences des niveaux de développement économique³.

Quant à McKinnon (1973)⁴ et Shaw (1973)⁵, cet effet potentiellement positif du développement financier sur la croissance a fortement attiré leurs écrits au début des années soixante dix. Selon ces deux auteurs, la libéralisation financière est un moyen simple et efficace pour promouvoir la croissance économique.

En outre, le lien entre le développement financier et la croissance a connu un renouveau considérable durant les années 90 grâce aux travaux de Greenwood et Jovanovic (1990), Levine (1991), King et Levine (1993a, 1993b et 1993c), Bencivenga et Smith (1991,1993), Bencivenga et al (1995), de la Fuente et Marin (1996), Greenwood et Smith (1997), Morales (2003)...

¹ Schumpeter, J. (1911) op cit, p 74

² Gurley. J. G., Shaw. E. S. (1955) "Financial Aspects of Economic Development", American Economic Review, Vol 45, N°4, pp. 515-538.

³ Trabelsi. M. (2002) "Finance and growth : Empirical Evidence from Developing Countries, 1960-1990", Université de Montréal, Cahiers du Centre de Recherche et Développement en Economie (CRDE), N°13, p. 1

⁴ Mckinnon. R. I (1973) , op cit

⁵ Shaw. E. S. (1973) "Financial Deepening in Economic Development" , *Oxford University Press*, New York.

3.1 Développement financier et croissance économique : une approche théorique

Les principales fonctions du système financier influencent la croissance économique du pays à travers leurs impacts sur l'accumulation du capital et la croissance de la productivité des facteurs. Levine (1997¹, 2005²) a décomposé ces fonctions en cinq catégories :³

- la diversification et le partage du risque.
- l'acquisition de l'information et l'allocation des ressources.
- le contrôle des managers et la mise en place d'une supervision des firmes.
- la mobilisation de l'épargne.
- la facilitation des échanges de biens et services.

Cet auteur a défini le développement financier comme : « le processus par lequel les instruments, les marchés et les intermédiaires financiers améliorent le traitement de l'information, la mise en œuvre des contrats et la réalisation des transactions permettant ainsi au système financier de mieux exercer ses fonctions »⁴.

La relation entre le développement financier et la croissance économique est clairement démontrée dans la figure suivante :

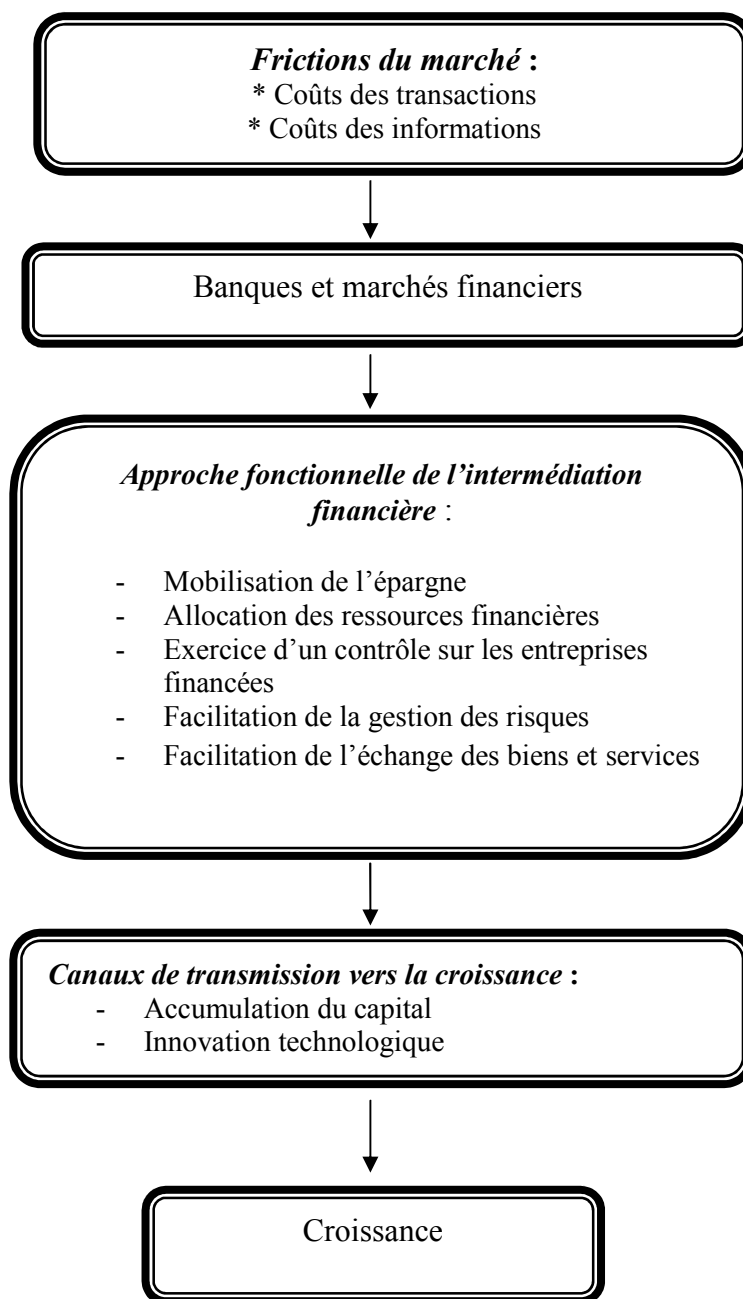
¹ Levine R. (1997) "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", Journal of Economic Literature, vol. 35, n°2, p.688-726.

² Levine R. (2005) "Finance and Growth: Theory and Evidence", in P. Aghion et S. Durlauf (éds.), Handbook of Economic Growth, Elsevier Science, Amsterdam, p. 865-934.

³ Azzabi S. (2012) "Intégration financière internationale, développement financier et croissance dans les pays émergents et en développement", thèse de doctorat en sciences économiques, Sous la direction de Jean-Pierre ALLEGRET et de Fethi SELLAOUTI, Université Lumière Lyon 2, p. 112.

⁴ Levine R. (2005) op cit, p 5.

Figure (I.2) : Une approche théorique de la finance et de la croissance



Source: Levine. R (1997), op cit; p.691

E+

Cette approche théorique représentée ci-dessus consiste à illustrer le point de vue de R. Levine (1997) sur la relation entre la finance et la croissance. En effet, on parle du développement financier dans une économie quand les structures financières (institutions financières et marchés financiers) de ce pays arrivent à minimiser les frictions existantes sur

les marchés bancaires et financiers. Ainsi, les couts d'établissement de transactions financières et les couts d'acquisition d'informations qui existent sur les différents opérateurs financiers peuvent entraver le bon fonctionnement du système financier en représentant un « gaspillage » des ressources financières. Donc, le rôle de l'intermédiation des banques et des marchés financiers consiste à :

A. La mobilisation de l'épargne

Le système financier joue un rôle crucial dans la mobilisation et la collecte des épargnes. À travers cette fonction du système financier les marchés et les intermédiaires financiers favorisent l'accumulation du capital en augmentant le stock du capital disponible. Au delà de cet effet direct sur la croissance du volume des épargnes disponibles, une meilleure mobilisation des épargnes améliore l'allocation des ressources et stimule l'innovation technologique. En effet, R. McKinnon (1973) a noté, pour illustrer l'importance de l'intermédiation financière dans la mobilisation de l'épargne, que : « *L'agriculteur peut affecter sa propre épargne dans l'augmentation de l'usage du fertilisant, et le revenu marginal de son nouveau investissement peut être calculé. L'important, toutefois, c'est l'impossibilité virtuelle de financer l'investissement nécessaire à l'adoption d'une nouvelle technologie, par les seules épargnes personnelles dudit agriculteur. L'accès au financement extérieur devient donc nécessaire après un ou deux ans, lorsque le changement aura lieu. Sans cet accès, la contrainte de l'autofinancement empêche l'adoption de nouvelle technologie de production* »¹.

B. La diversification du risque

La théorie de la finance met en évidence le rôle des systèmes financiers dans la promotion de la croissance économique à travers leur impact sur la diversification du risque. En effet, théoriquement, le développement financier exige un certain niveau de risque qui permet d'adopter de nouvelles technologies à rendement élevé tandis que l'absence de la prise de risque financier est considérée comme une caractéristique du sous développement. R. Levine (1997) considère que la diversification du risque, à travers le développement du secteur financier, permet de relancer et d'encourager les innovations technologiques². Cet auteur montre que le financement des projets innovants rapportant des profits futurs élevés est risqué

¹ Mckinnon. R. I. (1973) op cit, cité dans Samouel .B, (2009) «le développement financier pour les pays du sud de la méditerranée a l'épreuve de la mondialisation financière », thèse de doctorat en sciences économiques, sous la direction Dominique PLIHON, l'université PARIS XIII, p 33.

² Levine. R (1997) op cit, p. 698.

et incertain, donc, la possibilité d'avoir un portefeuille diversifié pour le financement de ce genre de projets, permet de tempérer ce risque et fait la promotion des investissements des activités génératrices de progrès technologique¹. Ainsi, en facilitant la diversification du risque, les systèmes financiers accélèrent les progrès technologiques et donc la croissance économique.

C. La collecte de l'information sur les investissements et l'allocation des ressources financières

L'évaluation des investissements est une étape indispensable pour toute prise de décision d'investissement. Pour les épargnants cette évaluation implique de larges coûts, en effet, des coûts d'acquisition et de traitement d'information élevés peuvent nuire à l'accumulation du capital et à la croissance économique. Les intermédiaires financiers jouent un rôle important dans la collecte et l'analyse de l'information. Ces derniers sont capables de réduire les coûts informationnels parce qu'ils disposent de plus de moyens, de possibilités et de qualifications dans la collecte des informations sur les investissements que les épargnants ce qui permet une meilleure allocation des ressources.

D. Le suivi et le contrôle de la gestion des entreprises financées

Selon D. Gale, M. Hellwig (1985)² et R. Townsend (1979)³, les marchés de capitaux peuvent, en plus des contrats de dettes élaborés entre les prêteurs et les emprunteurs et le rôle des intermédiaires financiers, améliorer le contrôle des entreprises.

E. Facilitation des échanges des biens et services

En plus de la facilitation de la mobilisation de l'épargne et l'extension des technologies de production dans une grande partie de l'économie, les arrangements financiers qui participe à la réduction des coûts de transactions peuvent promouvoir la spécialisation, l'innovation technologique et donc la croissance économique⁴.

¹ Samouel .B, (2009) op cit, p. 32

² Gale. D, Hellwing M. (1985) "Incentive Compatible Debt Contracts: the one period Problem", Review of Economics Studies, 52, p. 647-663.

³ Townsend. R (1979) "Optimal contracts and Competitive Markets with Costly State Verification", Journal of Economic Theory, XXI, p. 265 - 293

⁴ Samouel .B. (2009) op cit, p. 34

Plus précisément, La spécialisation exige un grand nombre de transactions. Puisque les arrangements financiers participent à la réduction des couts de transactions donc ils faciliteront en revanche davantage de spécialisation.

3.2 Développement financier et croissance économique : revue de littérature empirique

3.2.1 Les études ayant trouvé un effet positif entre le développement financier et la croissance économique

Il existe de nombreuses études empiriques effectuées sur le lien entre le développement financier et la croissance économique, nous allons présenter dans ce qui suit les principaux travaux qui ont analysé cette relation.

L'une des premières études établissant un lien empirique entre la finance et la croissance remonte à Goldsmith (1969)¹. L'auteur a traité des données pour 35 pays principalement industrialisés pendant la période (1860-1963). Il a montré que le développement de ces économies s'est accompagné d'une hausse tendancielle de rapport des actifs financiers au capital réel (appelé FIR) et, en termes de flux, du rapport des émissions d'actifs financiers au produit intérieur brut². Toutefois, cette étude a révélée quelques insuffisances³. Par la suite, R.G King et R. Levine (1993 a,b,c)⁴ ont voulu surmonté certaines limites de l'étude de Goldsmith (1969). Sur une période allant de 1960 à 1989 et pour un échantillon de 80 pays en développement, les deux auteurs ont examiné les facteurs financiers susceptibles d'affecter la croissance économique à long terme. Ils ont construit quatre indicateurs servant à quantifier le développement financier : (i) l'agrégat monétaire M2 rapporté au PIB, (ii) la part des crédits accordés aux entreprises privées par rapport au PIB, (iii) la part des crédits bancaires accordés aux entreprises privées par rapport à l'ensemble des crédits domestiques (à l'exclusion des

¹ Goldsmith R.W. (1969) "Financial structure and development", New Have, Yale University Press.

² Kangi Kpodar. (2006) « développement financier, instabilité financière et croissance économique : implications pour la réduction de la pauvreté », thèse de doctorat sciences économiques, sous la direction de Mme Sylviane Guillaumont Jeanneney, université d'Auvergne-CLERMONT I, p 90.

³ Des observations limitées à seulement 35 pays, une croissance économique qui n'est pas contrôlée pour l'effet des autres facteurs qui la détermine et la double causalité entre le développement financier et la croissance n'est pas prise en compte.

⁴ *Robert G. King and Ross Levine (1993a), "Finance and growth: Schumpeter may be right", Working Papers WPS 1083, Policy Research, Financial Policy and Systems, Country Economics Department, The World Bank, February 1993.

*Robert G. King and Ross Levine (1993b), "Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence", Journal of Monetary Economics, vol 32, North-Holland 1993, (pp. 513-542).

*Robert G. King and Ross Levine (1993c), "Financial intermediation and economic development", In Financial Intermediation in the Construction of Europe, Editions: Colin Mayer and Xavier Vives, London: Center for economic policy research, 1993 (pp. 156-189)

crédits aux banques) et (iv) la part des crédits bancaires accordés par les banques commerciales par rapport à l'ensemble des crédits domestiques, et, ils ont utilisé plusieurs indicateurs de performance économique : *le taux de croissance du PIB réel par habitant, *le taux de croissance de stock du capital physique, *le taux de croissance de la productivité globale des facteurs et le taux d'investissement. Les résultats de leurs estimations révèlent que le niveau de l'intermédiation financière est un bon indicateur pour le taux de croissance à long terme, l'accumulation du capital et l'amélioration de la productivité. Ils ont montré la présence d'une corrélation positive entre chaque mesure de développement financier et chaque indicateur de performance économique, et cela, pour l'ensemble des pays. Aussi, Pour traiter la relation de causalité entre la finance et la croissance, King et Levine ont reproduit la même estimation en utilisant les valeurs initiales de 1960 des indicateurs de développement financier. Les résultats obtenus révèlent que le développement financier ne suit pas simplement la croissance, mais, il permet de bien prévoir la croissance des trente années à venir.

R. Atje et B. Jovanovic (1993)¹ se sont intéressés, dans leur étude portant sur un échantillon de 40 pays durant la période 1980-1988, au développement des marchés boursiers. Les deux auteurs ont conclu que le développement des marchés financiers influence positivement sur la croissance.

Pour un échantillon de 100 pays durant la période 1960-1985, J. de Gregorio et P.E. Guidotti (1995)² ont aussi étudié la relation entre le développement financier et la croissance économique. Les deux auteurs ont conclu que le développement financier participe à l'amélioration des performances de croissance, surtout pour les pays à revenus élevés. Toutefois, ils ont essayé de reproduire le même exercice d'estimation en utilisant des données de panel pour 12 pays d'Amérique latine, durant la période 1950-1985. Leurs résultats indiquent que les décennies 1970 et 1980 ont été marquées par un renversement de la relation, puisque les dérives du secteur financier ont provoqué une décélération de la croissance dans ces pays, aussi, ce résultat les a conduit à prôner la prudence dans le processus d'ouverture financière et à la nécessité de se doter d'une structure régulatrice de la libéralisation financière

¹ Atje. R., Jovanovic. B. (1993) "Stock Markets and Development", *European Economic Review*, Vol 37, N°2-3, pp. 632-640.

² De Gregorio. J., Guidotti. P. E. (1995) "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, Vol 23, N°3, pp. 433-448.

capable d'éviter les crises financières¹. J. De Gregorio et p. Guidotti (1995) ont conclu que le principal canal de transmission entre le développement financier et la croissance économique est d'améliorer l'efficacité et la qualité des investissements, plutôt que l'augmentation de leur volume.

L'objectif du travail de R. Levine et S. Zervos (1998)² est d'explorer les liens existants entre les indicateurs du développement bancaire et des marchés financiers avec les indicateurs de développement économique, et, d'examiner lequel du secteur bancaire et des marchés boursiers contribue le plus à la promotion de la croissance, et cela, pour des données de 47 pays durant la période 1976-1993. Les résultats des estimations indiquent que les niveaux initiaux de liquidité boursière et de développement bancaire sont positivement et significativement corrélés avec les futures valeurs du taux de croissance, de la productivité et du stock de capital physique, ce qu'il explique que la relation entre les banques et les marchés financiers avec les variables réelles est complémentaire. Aussi, ces auteurs ont conclu que la volatilité de ces marchés et leur degré d'intégration au sein de la sphère financière internationale n'affecte pas d'une manière significative la croissance économique.

A partir d'une étude sur panel dynamique, et, pour un échantillon de 74 pays et 77 pays (respectivement) durant la période 1960 et 1995, Levine et al (2000) et Beck et al (2000 b)³ affirment que le développement de l'intermédiation financière est corrélé significativement et positivement avec la croissance du PIB réel par habitant.

Les résultats de l'étude de M. Trabelsi (2002) indiquent la présence d'un lien significatif et positif entre le développement financier et la croissance économique⁴, et cela, en travaillant sur un échantillon de 69 pays en développement au cours de la période 1960-1990. Toutefois, quand l'auteur a introduit la dimension temporelle dans ses estimations, l'influence du secteur financier sur la croissance a diminué. Il a justifié ce résultat par le fait que dans les pays en développement, il n'y a pas assez d'entrepreneurs capables d'exploiter d'une façon optimale les ressources financières de l'économie et les transformer en des projets viables et rentables,

¹ Samouel B. (2009), op cit, p 44.

² Levine. R., Zervos. S. (1998) op cit.

³ Levine R., Loayza N. et Beck T. (2000) "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, n°1, p.31-77.

⁴ Trabelsi. M. (2002) op cit, p. 4

aussi, l'auteur a attiré l'attention sur le fait que la finance affecte la croissance, principalement par son effet positif sur la productivité de l'investissement.¹

Aussi, Ndikumana (2005)², dans son modèle à effet fixe, pour 99 pays au cours de la période 1965 et 1997, a montré que le développement financier encourage l'investissement domestique et favorise l'accumulation du capital.

En menant une étude empirique sur la Malaisie, Ang (2008)³ arrive à conclure, qu'un système financier développé favorise la réalisation des taux élevés de croissance économique à travers l'augmentation de l'épargne et des investissements privés.

Dans cette perspective, Baltagi et al (2009)⁴ concluent que le développement financier des banques, assuré par la libéralisation financière, est un important mécanisme de la croissance à long terme dans les pays en voie de développement et développés⁵.

Le but de l'étude d'Eggoh (2009)⁶ est d'essayer d'examiner la relation à long terme entre le développement financier et la croissance économique, en prenant en compte les périodes de crises qui ont connu les pays de l'échantillon composé de 71 pays durant la période 1960-2004. Les résultats de l'étude indiquent la présence d'une relation positive entre le développement financier et la croissance économique à court et à long terme, et révèlent aussi que ces crises ont influé négativement sur la croissance économique et le développement financier.

3.2.2 Le sens de causalité entre la finance et la croissance : un débat controversé

Théoriquement, il existe une controverse dans la littérature économique sur le sens de causalité du lien entre le développement financier et la croissance. S'il est admis, selon un grand nombre d'économistes comme Schumpeter (1912), que le développement financier stimule la croissance, la croissance économique peut également provoquer le développement

¹ Samouel. B. (2009) op cit, p 45

² Ndikumana L. (2005) "Financial Development, Financial Structure, and Domestic Investment: International Evidence", *Journal of International Money and Finance*, vol. 24, n°4, p.651-673.

³ Ang, J. B. (2008) "what are the mechanisms linking financial development and economic growth in Malaysia ?", *Economic Modelling* 25, 38-53.

⁴ Baltagi, B.H., Demetriades, P.O., and Law, S.H. (2009) "Financial development and openness : Evidence from panel data", *Journal of Development Economics* 89, 285-296.

⁵ Ben mbarek. H., Rachidi. H. "Le sens de causalité entre développement financier et croissance économique : essai sur la cointégration en données de panel dans les pays développés et en voie de développement", p 3.

⁶ Eggoh C. J.(2008) " Développement financier, instabilité financière et croissance économique : un réexamen de la relation ", colloque du GDR CNRS 2989 « Economie du développement et de la transition ». juillet.

financier. En effet, selon Robinson (1952)¹, les marchés financiers et les institutions adéquates peuvent apparaître lorsque le processus de croissance économique provoque une demande croissante de services financiers qui conduit à l'expansion du secteur financier. A partir de ces deux théories, Patrick (1966)² en propose une autre selon laquelle la causalité dépendrait du niveau de développement. En effet, selon cette hypothèse, le développement financier cause la croissance économique dans les premiers stades de développement, mais cet effet diminue graduellement au cours du processus de développement jusqu'à s'inverser. Dès lors, c'est la demande de services financiers de la part du secteur réel qui provoque le développement financier. Dans cette perspective, la vision de Robinson (1979) a conduit en réalité à une causalité à double sens. Le premier sens est exprimé comme suit : « la façon la plus courante, pour une entreprise, de financer un investissement consiste à emprunter d'abord à une banque, puis, lorsque le projet a porté ses fruits et accru les gains de l'entreprise, à émettre des actions ou des obligations, et à rembourser l'emprunt à la banque, reconstituant ainsi son crédit pour pouvoir emprunter de nouveau »³ ; quant au deuxième sens : « lorsqu'une proportion plus ou moins constante de l'investissement est ainsi financée, l'accroissement du taux d'investissement conduit à une augmentation des prêts boursiers »⁴. Ainsi, en premier lieu, les crédits bancaires causent l'investissement lequel se traduit en retour par une augmentation des dépôts bancaires. Aussi, Boyd et Smith (1996)⁵ et Greenwood et Smith (1997)⁶ ont élaboré des modèles dans lesquels les marchés financiers surgissent après une période de développement économique où l'expansion de ces marchés accentue la croissance réelle.

Cette controverse sur le sens de causalité se trouve également dans les études empiriques⁷:

- R.G. Fritz (1984)¹ a pris l'exemple des Philippines, et cela, pour des données trimestrielles allant de 1969 à 1981. L'auteur a trouvé que le sens de causalité allait, pour

¹ Robinson. J. (1952) "The generalisation of the general theory in the rate of interest and other essays". Mc Millan, London, 1952, (pp, 67-142).

² Patrick H.T. (1986) "Financial Development and economic growth in underdeveloped countries". Economic development and cultural change, vol, 14, n° 2, pp 174-189.

³ Robinson. J. (1979) "The generalisation of the general Theory and other essays", London, Mac Millan, p 84.

⁴ Robinson. J. (1979) *ibid.*

⁵ Boyd J., Smith B. (1996) "The coevolution of the real and financial sectors in the growth process" world bank economic review, vol. 10, n° 2, pp. 371-396.

⁶ Greenwood G., Smith B. (1997) "financial markets in development, and the development of financial markets", journal of economic dynamics and control, vol. 21, n° 1, pp. 145-181.

⁷ Parmi les premiers à étudier la causalité sur le plan empirique sont King et Levine (1993), leur étude a été citée précédemment.

les premières étapes du processus du développement financier à la croissance économique. Or, le sens de causalité s'est renversé pour les dernières étapes du développement, puisque la croissance économique entraîne le développement des services financiers.

- Afin d'étudier le sens de causalité entre le développement financier et la croissance économique, M.O. Odedokun (1996)² a analysé un échantillon de 71 pays en développement durant la période 1960-1980, et cela, en utilisant des régressions sur des séries temporelles. Les résultats indiquent que l'intermédiation financière explique le taux de croissance de l'économie pour 85% des pays étudiés. Ainsi, l'intermédiation financière participe également à promouvoir la croissance par rapport à d'autres facteurs comme le ratio de formation du capital ou la variable de l'expansion des exportations, et, aussi, le taux de croissance de la force de travail.
- Pour examiner le problème de causalité, Arestis et Demetrides (1996)³ ont utilisé un échantillon de 12 pays pris individuellement, et cela, à l'aide d'un modèle à correction d'erreur et de test d'exogénéité faible. Les résultats sont assez variés : causalité dans un sens ou dans un autre et double causalité. Ainsi, pour un même pays, les résultats peuvent varier en fonction de l'indicateur de développement financier utilisé. Ces résultats variés peuvent être expliqués, selon des auteurs, aux facteurs spécifiques à chaque pays comme la structure du système financier (banques ou marchés boursiers) ou les politiques de répression financière.
- Les résultats de l'étude de P. Demetriades et K. Hussein (1996)⁴ indiquent que les facteurs financiers ne jouent pas un rôle important dans le processus de développement économique du pays étudié. En revanche, ils ont trouvé plus de preuves dans le sens opposé (le développement économique qui agit sur le développement financier), ainsi que pour une causalité bidirectionnelle et cela pour un échantillon de 16 pays les moins développés. Ces auteurs ont conclu aussi que les modèles d'interaction entre le développement financier et le développement économique diffèrent selon les pays.

¹ Fritz. R. G. (1984) "Time Series Evidence on the Causal Relationship between Financial Deepening and Economic Development", *Journal of Economic Development*, juillet, pp. 91-112.

² Odedokun. M. O (1996) "Alternative Econometric Approaches for Analysing the Role of the Financial Sector in Economic Growth : Time Series Evidence from LDCs", *Journal of Development Economics*, Vol 50, N°1, pp. 119-146.

³ Arestis., Demetrides. (1996) "finance and growth : institutional considerations and causality", working paper 9605, university of east London, department of economics.

⁴ Demetriades. P. O., Hussein. K. (1996) "Does Financial Development Cause Economic Growth ? Time-Series Evidence from Sixteen Countries", *Journal of Development Economics*, Vol 51, N°2, pp. 387-411.

- Dans la même ligne des résultats précédents et pour un échantillon de 10 pays en développement, B. K. Luintel et M. Khan (1999)¹ ont trouvé une double causalité entre le développement financier et le développement économique.
- En utilisant des données historiques de 1870-1929 et pour un échantillon de cinq pays industrialisés à savoir : les Etats-Unis, la Grande Bretagne, le Canada, la Suède et la Norvège, P. L. Rousseau et P. Wachtel (1998)² ont montré que ces pays ont connu un rapide mouvement d'industrialisation guidé, principalement, par des facteurs financiers. Autrement dit, ces deux auteurs ont trouvé que les variables du développement financier jouent un rôle important dans la promotion de l'activité du secteur réel, sans la présence d'effets de retour significatifs (effets de feed back).
- En utilisant un modèle de co-intégration en panel pour tester la causalité entre la finance et la croissance et pour un échantillon de 10 pays en développement au cours de la période 1970-2000, D. Christopoulos et E. Tsionas (2004)³ ont affirmé l'hypothèse d'une causalité à long terme qui va du développement financier à la croissance économique. Les auteurs ont aussi confirmé l'absence de relation à court terme entre les deux phénomènes.
- Afin d'étudier la relation entre la finance et la croissance, J. Shan et J. Qi (2006)⁴ ont choisi d'étudier le cas de la Chine pour la période allant de 1978 à 2001. Les auteurs ont noté la présence d'une causalité à double sens entre la finance et la croissance.
- Dans une étude plus récente, Kar et al (2010)⁵ ont essayé d'examiner le sens de causalité entre le développement de l'intermédiation financière et la croissance à partir d'un échantillon relatif à 15 pays de la région MENA au cours de la période 1980-2007. En se basant sur trois méthodes d'estimations empiriques⁶, les résultats de l'étude indiquent la présence d'une variabilité du sens de la causalité entre la finance et la croissance en fonction de la mesure de développement financier utilisé, ainsi qu'entre les différents pays de l'échantillon étudié.

¹ Luintel K. B et Khan. M. (1999) "A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus : Evidence from a Multivariate VAR", Journal of Development Economics, Vol 60, N°2, pp. 381-405.

² Rousseau. P. L., Wachtel. P. (1998) "Financial Intermediation and Economic Performance : Historical Evidence from Five Industrialized Countries", Journal of Money, Credit and Banking, Vol 30, N°4, pp. 657-678.

³ Christopoulos. D. K. , Tsionas. E. G. (2004) "Financial Development and Economic Growth : Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests", Journal of Development Economics, Vol 73, N°1, pp. 55-74.

⁴ Shan. J., Qi. J (2006) "Does Financial Development « lead » Economic Growth ? The case of China", Annals of economics and Finance, Vol 1, n°2, pp 231-250.

⁵ Kar M., Nazlioglu S. et Agir H. (2011) "Financial Development and Economic Growth Nexus in the MENA Countries: Bootstrap Panel Granger Causality Analysis", Economic Modelling, vol. 28, n°1-2, p.685-693.

⁶Les méthodes d'estimations utilisées sont : la méthode des moments généralisés appliquée sur un modèle vectoriel à correction d'erreur (VECM), la technique de Hurlin (2008) et l'approche de Konya (2006) basée sur la méthode SUR (Seemingly Unrelated Regression) et les tests de Wald.

II. Le système financier : de la répression à la libéralisation financière

L'effet potentiellement positif du développement financier sur la croissance a conduit McKinnon et Shaw (1973) à préconiser la libéralisation du secteur financier des contraintes causées par les politiques de répression financière qui sont caractérisées par le plafonnement des taux d'intérêt, les crédits dirigés et les taux élevés de réserves obligatoires. Autrement dit, le modèle de ces deux auteurs est fondé sur l'idée selon laquelle en éliminant la répression financière, qui est à l'origine du ralentissement de la croissance économique, il sera possible d'augmenter davantage la croissance économique d'un pays.

1. Le concept de la répression financière

La notion de « répression financière » est apparue pour la première fois dans les écrits de McKinnon et Shaw (1973), elle correspond à un ensemble de contraintes imposées par les gouvernements conduisant à un ralentissement de la croissance économique. Miotti et Plihon (2001) définit la répression financière comme étant une situation caractérisée par une intervention intensive des pouvoirs publics dans le secteur financier dont le but est de financer les déficits et de subventionner les secteurs prioritaires.¹ L'ensemble de ces contraintes imposées au système financier sont essentiellement :

- **La fixation du taux d'intérêt :** Ce mécanisme de fixation du taux d'intérêt en dessous de son niveau d'équilibre engendre deux effets; premièrement, une baisse de l'épargne et par conséquent, une baisse du niveau d'investissement en dessous du niveau optimal. Deuxièmement, il peut conduire à une détérioration de la qualité des investissements en termes de rendement dans la mesure où les banques sont obligées par le gouvernement à financer des projets à faible rendement. d'après Fry(1997), le niveau bas des taux d'intérêts affecte négativement l'économie via quatre sens :²
- Il affecte positivement la consommation présente et agit négativement sur l'épargne.
- Il pousse les agents à capacité de financement à détenir des actifs réels et les décourage de déposer leurs fonds auprès des banques ou d'acheter des actifs financiers.
- Il pousse les banques à ne financer que les projets les moins risqués et donc les moins rentables.

¹ Miotti L., Plihon D. (2001) "Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires", Economie Internationale, la revue de CEPII N° 85, 1er trimestre 2001, pp : 3-36.

² Fry M.J. (1997) "In favor of financial liberalization", the economic journal, vol. 107, No.442, May. P. 755.

- Il encourage les investisseurs à s'endetter auprès du secteur bancaire et à privilégier les projets à forte intensité capitalistique étant donné le coût très faible de l'endettement.

Pour McKinnon (1973), la fixation des taux d'intérêt accompagnée d'un taux d'inflation important conduit à un taux d'intérêt réel négatif. ceci influe négativement sur la croissance à travers :¹

- Des sorties de capitaux locaux à la recherche de placements plus rentables. en effet, ces sorties restreignent l'offre de fonds prêtables pour les investisseurs les moins riches.
- Une dominance de l'autofinancement à cause de la fuite des capitaux ce qui a tendance à réduire l'investissement domestique.
- Un rationnement du crédit bancaire.

Quant à Stiglitz et al (1993)², il a affirmé, dans son travail, que l'utilisation des restrictions des taux d'intérêt et sa détermination à des niveaux faibles réduit l'épargne et semble être nuisible à la croissance économique.

- ***La constitution des réserves obligatoires importantes auprès de la banque centrale :***
Cette caractéristique de la répression financière signifie que le gouvernement, à partir des dépôts bancaires, constitue des réserves obligatoires qui peuvent changer selon les instruments financiers et les institutions financières en lui permettant de financer son déficit budgétaire à faible coût, c'est-à-dire que la totalité des dépôts n'est pas transformée en crédit, ce qui peut nuire aux capacités d'investissement.
- ***L'orientation administrative de l'offre de crédit :*** cela signifie que le gouvernement accorde des crédits à des secteurs bien déterminés, avec des taux préférentiels pour certains d'entre eux.
- Aussi, la répression financière est également caractérisée par d'autres restrictions gouvernementales comme :
 - ***les barrières aux flux de capitaux et la difficulté d'accès aux industries nationales :*** le gouvernement impose des contraintes sévères sur les flux de capitaux internes et externes et cela pour le but de protéger le système financier.

¹ McKinnon. R. I. (1973) op cit, cité par Zaiter Lahimer M (2011), op cit, p. 46-47.

² Stiglitz J. E. (1994). Jaramillo-Vallego J. et Park Y. C. (1993), "The Role of the state in Financial Markets", World Bank Research Observer, Annual Conference on Development Economics Supplement, p 14.

- L'imposition des pouvoirs publics aux entreprises financières d'acheter des titres financiers publics avec un faible rendement.¹
- L'obligation faite par le gouvernement de certaines contraintes sévères sur la liberté d'entrée dans le système financier en général, et le secteur bancaire en particulier, ce qui peut participer à la limitation de la concurrence bancaire.²

Williamson et MAHAR(1998) ont aussi montré cinq critères de « répression financière » qui se résume dans : la présence des contrôles de crédits, la présence des contrôles sur les taux d'intérêt, des barrières à l'entrée aux banques étrangères, une régulation gouvernementale du secteur bancaire et une grande part publique dans le système bancaire.³

Le tableur (I.2) résume les différents critères de la politique de répression financière

Tableau (I.1) : Les critères de la répression financière

Système financier domestique	Marché boursier	Compte capital
Les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs : Contrôle des taux d'intérêts créditeurs et débiteurs.	Acquisitions de capitaux par les investisseurs étrangers : La détention de capitaux domestiques est interdite pour les investisseurs étrangers.	Financement externe : Les banques et les sociétés ne peuvent pas recourir au financement extérieur. Des restrictions lourdes sont imposées pour quelques secteurs spécifiques.
Autres indicateurs L'encadrement du crédit est effectué selon le degré de solvabilité de l'entreprise (subventions pour certains secteurs prioritaires). Les dépôts de devises ne sont pas autorisés.	Rapatriement de capital, dividendes et intérêts : Le capital, les dividendes et les intérêts peuvent être rapatriés à partir de la cinquième année de l'investissement initial.	Taux de change et autres restrictions : Des taux de change spécifiques sont imposés pour les transactions portant sur le compte courant et le compte capital. Quelques restrictions sont imposées aux sorties de capitaux

Source : Ben Marzouka T. (2008), « cours d'économie internationale », institut de financement du développement du Maghreb Arabe, 26^{ème} promotion, p 45.

¹ Andrew A. W. (2006) "The stock markets: between the imperatives of economic transformation and financial liberalization and their requirements of development", Dar Al-Fikr Al Jamiai, Alexandria, Egypt, p 195-196.

² Andrew A. W. (2006) op cit, p 196.

³ Williamson J. et Mahar M. (1998) "A survey of financial liberalization", Essay in International finance n° 211, november.

King et Levine (1993), précisent que la politique de répression financière influe négativement sur les services proposés par le système financier aux épargnants, entrepreneurs et producteurs. De ce fait, cette politique affecte, d'une façon négative, à la fois la sphère financière (elle entrave l'innovation financière) et surtout la sphère réelle (elle affaiblit la croissance économique).¹

Selon R. McKinnon et E. Shaw (1973), dans une telle situation de répression financière, la libéralisation financière est donc un moyen efficace pour promouvoir le développement financier et la croissance économique. En effet, selon ces auteurs, il n'est pas possible d'envisager un impact positif et stimulateur de la croissance économique, sans passer par un relâchement total des contraintes qui pèsent sur le système financier.

2. Les fondements théoriques de la politique de libéralisation financière

La politique de la libéralisation financière est apparue avec les travaux de McKinnon (1973) et Shaw (1973). Ces auteurs forment la référence théorique autour de laquelle s'est développée cette école. Les deux auteurs appellent à éliminer toutes les formes de répression financière. Selon eux, la répression financière ne fait qu'engendrer un ralentissement de la croissance économique. Ils stipulent que la libéralisation financière est donc un moyen efficace pour promouvoir le développement financier et la croissance des économies.

2.1 Le concept de la libéralisation financière

2.1.1 Définition de la libéralisation financière

D'après Nguyen (2008)², la libéralisation financière est tout un processus de réformes qui désigne; la levée des contrôles sur les taux d'intérêt, la réduction des réserves obligatoires bancaires, la privatisation des entreprises étatiques, la diminution de l'intervention gouvernementales dans les activités bancaires, l'admission des opérateurs étrangers dans l'industrie financière et la suppression des barrières à l'investissement international.

¹ King R.G., Levine R (1993b) op cit, p 517.

² Nguyen D. K. (2008) " libéralisation financière et marchés émergents", L'Harmattan, paris, p 273.

Selon Kaminsky et Schmukler (2003), la libéralisation financière consiste en la dérégulation à trois niveaux ; le secteur financier domestique, le compte de capital et le marché boursier¹

- *Un secteur financier domestique complètement libéralisé* est caractérisé par deux aspects : l'absence de contrôle des taux d'intérêt débiteur et créateur et l'absence de contrôle des crédits. A ce titre, les dépôts en devise sont également permis. Selon Ben Gamra et Clévenot (2006)², la libéralisation de secteur financier interne concerne trois variables, à savoir, les taux d'intérêt, les crédits et réserves obligatoires et la concurrence bancaire :
- la libéralisation des taux d'intérêt concerne l'élimination du contrôle, la fixation et le plafonnement des taux d'intérêt débiteurs et créateurs.
 - la libéralisation des crédits comporte l'élimination du contrôle, leur orientation vers les secteurs prioritaires, le plafonnement des crédits pour d'autres secteurs et la réduction ou la suppression des réserves obligatoires.
 - la libéralisation de la concurrence bancaire conduit à la suppression des limites entravant l'installation des banques domestiques et étrangères et leur participation ; de même elle met un terme aux restrictions liées à la spécialisation des banques et à l'établissement des banques universelles.
- *La libéralisation du compte de capital* : cette opération permet la levée des obstacles qui empêche les banques et les institutions financière d'effectuer des emprunts à l'étranger. Autrement dit, avec un compte de capital totalement libéralisé, les banques et les firmes peuvent emprunter librement à l'étranger. Elle désigne également l'arrêt du contrôle exercé sur le taux de change appliqué aux transactions relatives au compte courant et au compte capital et donne, aussi, l'autorisation à la libéralisation des flux de capitaux³.
- *La libéralisation des marchés financiers* : Un marché boursier entièrement libéralisé permet aux investisseurs étrangers d'acquérir des titres domestiques sans restrictions. Aussi, il permet l'élimination des contraintes au rapatriement du capital et au versement des dividendes, des intérêts et des bénéfices⁴.

¹ Kaminsky. G., Schmukler. S. (2008) "Short-Run Pain, Long-Run Gain : Financial Liberalization and Stock Market Cycles", Review of Finance, Vol 12, N°2, p. 281.

² Ben Gamra S., Clévenot M. (2006) "libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents : la prégnance du rôle des institutions ", CEPN CNRS working paper, université paris 13, No. 08, P. 10.

³ Ben Gamra S., Clévenot M. (2006) op cit, p 10

⁴ Ben Gamra S., Clévenot M (2006) ibid

En outre, Williamson et Mahar (1998) résument les caractéristiques de la libéralisation financière en six dimensions¹ :

- l'élimination des contrôles sur l'attribution des crédits.
- la dérégulation des taux d'intérêt.
- la libre entrée dans le secteur bancaire et dans le système financier en général.
- l'autonomie du secteur bancaire.
- la privatisation des banques.
- la libéralisation des flux internationaux.²

2.1.2 Les différents types de la libéralisation financière

Il est important de faire la distinction entre les deux types de la libéralisation financière : la libéralisation financière interne et la libéralisation financière externe, et cela, en examinant les caractéristiques de chacune de ces formes de libéralisation.

2.1.2.1 La libéralisation financière interne

La libéralisation financière interne se caractérise par l'élimination de toutes formes d'interventionnisme de l'état sur l'activité économique. D'après Nguyen (2008)³, la libéralisation financière interne concerne l'application des réformes au niveau du système financière elle englobe les réformes du secteur bancaire et les politiques de privatisation. Ainsi, la libéralisation interne devrait autoriser une libre fluctuation des taux d'intérêt et une autonomie des banques centrales dans la conduite des politiques de crédit et d'emprunt.

Selon Montiel (1996), ce type de libéralisation financière doit avoir lieu en 4 étapes⁴ :

- Restructurer ou liquider les institutions financières en difficulté.
- Introduire la libre détermination des taux d'intérêt et l'établissement d'une capacité de surveillance de la banque centrale sur le système financier.

¹ Williamson J., Mahar M. (1998) op. cit, cité dans Mahjouba Zaiter Lahimer (2011), op cit, p. 45.

² Ce dernier point sera présenté en détail dans la prochaine section, il s'inscrit dans le cadre de notre problématique

³ Nguyen D. K (2008) op cit, p 72.

⁴ Montiel P.J. (1996) "Financial policies and Economic Growth: theory, evidence and Country-specific experience from Sub-Saharan Africa", Journal of African Economics, Vol. 5(3), pp 65-98.

- Encourager la concurrence dans le secteur bancaire en poussant les banques étrangères et nationales à s'installer et en diminuant la part détenue par le gouvernement dans le capital des banques.
- Libéraliser les taux d'intérêt et éliminer toute forme de contrôle administratif sur le secteur financier.

Quant aux étapes de la libéralisation financière interne, il s'agit selon Johnston et Sundararajan (1999)¹ de :

- La libéralisation des taux d'intérêt.
- Le développement des outils indirects d'intervention des banques centrales sur le marché monétaire.
- L'assurance du développement du secteur financier (en réformant la régulation sélective des crédits, en restructurant et en recapitalisant les institutions financières en difficulté).
- L'assurance du développement des marchés interbancaires (les réformes des systèmes de règlements entre les banques).
- Assurer le développement des marchés de capitaux de long terme.
- Assurer le développement des marchés de change.

2.1.2.2 La libéralisation financière externe

Le but de ce type de libéralisation est de favoriser l'entrée de capitaux étrangers au marché national et donc de favoriser la participation des investisseurs étrangers dans le marché financier local (cette libéralisation s'applique également aux flux des capitaux entrants, comme aux flux de capitaux sortant). Ce type de libéralisation indique, d'une part, l'assouplissement des contrôles sur le transfert des gains et des taux de change et, d'autres part, il permet aux investisseurs étrangers de proposer légalement des services financiers concurrençant ceux des établissements locaux tels que les banques, les compagnies d'assurances et les courtiers.

¹ Johnston. B. R., Sundararajan. V. (1999) "Sequencing Financial Sector Reforms : Country Experiences and Issues", *International Monetary Fund*, Washington cité dans Nsouli. S. M, Rached. M et Funke. N (2002), "The Speed of Adjustment and the Sequencing of Economic Reforms: Issues and Guidelines for Policymakers", *IMF Working Papers*, N°132, p. 19.

Ainsi, la réalisation et le passage à une libéralisation financière totale, qui correspond à une libéralisation des mouvements des capitaux, n'excluent pas le maintien d'un certain contrôle et des restrictions prudentielles, afin d'assurer la stabilité macro-économique d'un pays. La libéralisation externe offre des avantages économiques considérables pour les pays en développement, à condition qu'elle soit bien ordonnée et surtout bien accompagnée. Nous pouvons aussi synthétiser les différences entre les types de libéralisation financière, en nous basant sur les critères choisis par G .Kaminsky et S .Schmukler(2008) cité précédemment.

Tableau (I.2) Les différents critères de la libéralisation financière

Le compte capital		
Les critères d'une libéralisation financière totale	Les critères d'une libéralisation financière partielle	Les critères d'absence de libéralisation financière
<u>Possibilité de s'endetter à l'étranger pour les banques et les entreprises</u> Les banques et les entreprises sont libres de s'endetter librement à l'étranger. Elles sont parfois tenues d'en informer les autorités, mais les autorisations sont attribuées presque automatiquement. Un système de réserves obligatoires peut être mis en place, mais à un taux inférieur à 10%. La maturité minimum exigée pour les emprunts contractés par les banques et les entreprises locales à l'étranger ne dépasse pas 2 ans. ET <u>L'existence de taux de change multiples et autres restrictions.</u> Il n'existe pas de taux de change spéciaux pour les transactions courantes, ni pour les transactions en compte capital. Il n'y a pas non plus de restrictions sur les sorties de capitaux.	<u>Possibilité de s'endetter à l'étranger pour les banques et les entreprises</u> Les banques et les entreprises ont la permission de s'endetter à l'étranger mais elles restent sujettes à quelques restrictions. Les réserves obligatoires sont entre 10 et 50%. La maturité minimum exigée des emprunts peut être de 2 à 5 ans. Il peut y avoir des refus concernant quelques emprunts et certaines restrictions pour des secteurs spécifiques. Ou <u>L'existence de taux de change multiples et autres restrictions.</u> Il y a des taux de change spéciaux pour les transactions courantes et pour les transactions en capital. Il peut y avoir quelques restrictions aux mouvements de sortie de capitaux.	<u>Possibilité de s'endetter à l'étranger pour les banques et les entreprises</u> Il est pratiquement interdit aux banques et entreprises d'emprunter à l'étranger. Les réserves obligatoires peuvent être supérieures à 50%. La maturité minimum exigée des emprunts peut être supérieure à 5 ans. Il peut y avoir des refus concernant des emprunts et il y a de lourdes restrictions pour des secteurs spécifiques. Ou <u>L'existence de taux de change multiples et autres restrictions.</u> Il y a des taux de change spéciaux pour les transactions courantes et pour les transactions en capital. Il existe des restrictions aux mouvements de sortie de capitaux.

Le secteur financier domestique		
Les critères d'une libéralisation financière totale	Les critères d'une libéralisation financière partielle	Les critères d'absence de libéralisation financière
<u>Les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs</u> Il n'y a pas de contrôles sur les taux d'intérêt (il n'existe ni des niveaux planchers des taux d'intérêt, ni des niveaux plafonds). Et <u>Autres indicateurs</u> Il n'y a pas de contrôles sur les crédits (par contre, il y a la possibilité de subventionner certains secteurs ou de procéder par une allocation ciblée des crédits). Les dépôts en devises sont permis.	<u>Les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs</u> Il y a des contrôles sur aussi bien les taux d'intérêts créditeurs que les taux débiteurs (la possibilité d'existence de niveaux planchers ou des niveaux plafonds de taux d'intérêt) Et <u>Autres indicateurs</u> Il peut y avoir des contrôles sur la distribution des crédits et les dépôts en devises peuvent être refusés.	<u>Les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs</u> Il y a des contrôles aussi bien sur les taux d'intérêts créditeurs que sur les taux débiteurs (la possibilité d'existence de niveaux planchers ou de niveaux plafonds de taux d'intérêt). Et <u>Autres indicateurs</u> Il y a toujours des contrôles dans l'activité de distribution de crédits et les dépôts en devises sont formellement refusés.
Le marché des capitaux		
Les critères d'une libéralisation financière totale	Les critères d'une libéralisation financière partielle	Les critères d'absence de libéralisation financière
<u>Droit d'acquisition par les investisseurs étrangers</u> Les investisseurs étrangers peuvent détenir des titres domestiques sans aucune restriction. Et <u>Possibilité de rapatriement des capitaux, dividendes et intérêts</u> Les capitaux, les dividendes et les intérêts peuvent être rapatriés sans aucune restriction dans les 2 ans qui suivent l'investissement	<u>Droit d'acquisition par les investisseurs étrangers</u> Les investisseurs étrangers ont la possibilité d'acquérir jusqu'à 49% du capital de chaque entreprise. Il peut y avoir des restrictions sur la prise de participation dans certains secteurs. Il peut y avoir des moyens indirects pour les investisseurs étrangers de participer aux marchés financiers domestiques. Ou <u>Possibilité de rapatriement des capitaux, dividendes et intérêts</u> Les capitaux, dividendes et intérêts peuvent être rapatriés mais pas avant 2 ans, ni après 5 ans à partir de la date de réalisation de l'investissement.	<u>Droit d'acquisition par les investisseurs étrangers</u> Les investisseurs étrangers n'ont pas le droit de détenir des titres domestiques. Ou <u>Possibilité de rapatriement des capitaux, dividendes et intérêts</u> Les capitaux, dividendes et intérêts peuvent être rapatriés mais pas avant 5 ans à partir de la date de réalisation de l'investissement initial.

Source : Kaminsky. G et Schmukler. S (2008), op cit, p. 281.

2.2 L'approche théorique de McKinnon (1973) et Shaw (1973) et ses prolongements

2.2.1 La théorie de la libéralisation financière de McKinnon (1973) et Shaw (1973)

L'approche de McKinnon et Shaw (1973) de la libéralisation financière a pour objectif de prouver qu'une économie qui se caractérise par la répression financière conduit à la réduction de l'épargne suivie par une fixation de l'investissement en dessous de son niveau optimal et participe à favoriser le financement des projets de faibles qualités. Toutefois, malgré que l'argument avancé par les deux auteurs, se rejoigne à la fin vers la même conclusion, il faudra noter quelques divergences sur certains points.

En effet, d'après McKinnon (1973), un niveau faible du taux d'intérêt décourage les ménages à épargner et par conséquent réduit l'investissement. McKinnon (1973) ne s'intéresse pas au marché du crédit bancaire mais plutôt à celui des dépôts bancaires. Par contre, Shaw (1973), dans le cadre de son modèle « d'intermédiation de la dette » met l'accent beaucoup plus sur le marché du crédit. Selon cet auteur, un taux d'intérêt faible servi par les banques en décourageant l'épargne, réduit la base de fonds prêtables, ce qui pénaliserait l'investissement et donc ralentit la croissance économique.

Ainsi, McKinnon se situe dans le cadre d'une économie « fragmentée » qui est basée sur l'hypothèse d'absence de marché financier organisé, toutes les unités économiques sont réduites à l'autofinancement, sans qu'il ne soit nécessaire de faire une distinction entre les épargnants (ménages) et les investisseurs (entreprises). L'investissement est supposé indivisible et donc totalement autofinancé par du capital préalablement accumulé. Dans le cadre d'une économie primitive, sans développement financier, le modèle de McKinnon peut être perçu comme un modèle à « *monnaie externe* ». Selon McKinnon, le rendement lié à la détention de la monnaie, qui est basé seulement sur le taux d'intérêt moyen sur les dépôts joue un rôle crucial dans l'accroissement de l'investissement. Par contre, le modèle de Shaw (1973) se situe dans le cadre d'un modèle à « *monnaie interne* » où le développement financier est déjà réalisé et la hausse des taux d'intérêt servis sur les dépôts motiverait les agents économiques à accroître leur épargne, ce qui élargirait la capacité d'octroi de crédit du secteur bancaire¹. En effet, le tableau suivant résume les divergences existantes entre les deux approches.

¹ Jude C. EGGOH. (2009) « Croissance Economique et Développement Financier : éléments d'analyse théorique et empirique », thèse de doctorat en sciences économiques, UNIVERSITÉ D'ORLÉANS, p 27.

Tableau (I.3) : Les points divergents entre les deux approches : McKinnon et Shaw

<i>L'approche de McKinnon</i>	<i>L'approche de Shaw</i>
• McKinnon a exposé les effets d'une augmentation des taux d'intérêt réels comme un moyen de monétariser une économie « primitive ». • McKinnon est placé dans le cadre d'une économie où le développement financier n'en est encore qu'au premier stade (monnaie externe). • Selon McKinnon les banques, par la présence de l'hypothèse d'autofinancement, ne forment pas d'activité de crédit : elles se limitent à collecter l'épargne, à la rémunérer et à la rendre à leur propriétaire.	• Shaw est jugé dans le cadre d'une économie monétarisée où les banques sont des intermédiaires financiers potentiels. • Dans le modèle de Shaw, l'économie a déjà abouti au second stade de développement financier (monnaie interne). • Selon Shaw, la hausse des taux d'intérêt servis sur les dépôts motiverait les agents économiques à accroître leur épargne, ce qui élargirait la capacité d'octroi de crédit du secteur bancaire.

Source : par l'auteur

2.2.2 Le prolongement de l'approche de McKinnon et Shaw

A la suite des travaux de McKinnon et Shaw, plusieurs économistes (Kapur 1976, Galbis 1977, Vogel et Buser 1976...) ont essayé d'approfondir leurs modèles.

Kapur (1976)¹ est le premier économiste qui a essayé d'enrichir l'analyse de McKinnon et Shaw. Cet auteur a développé un modèle dynamique de stabilisation des prix dans les économies sous développées. Son modèle est caractérisé par : la prise en compte d'un système financier constitué de banques commerciales et d'un taux d'inflation actuel qui dépend de l'inflation espérée et de l'excès de la demande par rapport à l'offre. Il a démontré que l'application d'une politique de stabilisation par l'augmentation des taux d'intérêt sur les

¹ KAPUR B. (1976) "Alternative Stabilization Policies for Less-Developed Economies", Journal of Political Economy, Vol. 84, N°4, pp. 777-795.

dépôts est plus efficace à court terme qu'une politique axée prioritairement sur la réduction du rythme de croissance de la masse monétaire et il a mis l'accent sur l'importance d'intégrer dans un modèle dynamique l'effet inflationniste sous une forme qui fait dépendre le taux d'inflation actuel de l'espérance d'inflation mais aussi de la pression de la demande sur l'offre¹. Pour Kapur (1976) une politique optimale de stabilisation doit viser un accroissement des taux d'intérêt sur les dépôts et maintenir fixe le taux de croissance de la masse monétaire. En outre, il est probable que les autorités monétaires puissent en plus de l'objectif de forte croissance économique poursuivre celui de réduction du taux d'inflation (hausse du taux de croissance et baisse du niveau d'inflation). Pour résumer, on peut dire que selon Kapur (1976), la politique de libéralisation financière se fait par une augmentation du taux d'intérêt servis sur les dépôts ce qui permet d'augmenter la demande d'encaisses monétaires donc conduit à la fois à une diminution de l'inflation et à une augmentation de l'investissement d'où la croissance économique.

Comme McKinnon et Shaw, Galbis (1977)² a montré, dans son étude, l'impact négatif de la politique de répression financière sur l'efficacité de l'investissement, cet auteur a mis l'accent sur la réallocation de l'épargne entre le secteur traditionnel et le secteur moderne. Pour ce faire, il a construit un modèle avec les deux secteurs (traditionnel et moderne). Le premier se caractérise par un rendement du capital faible et par des investissements autofinancés, quant au deuxième, le financement se fait par le recours aux prêts bancaires et son rendement est plus élevé que le premier. Galbis (1977) suppose que la fixation du taux d'intérêt réel servi sur les dépôts en dessous de la valeur d'équilibre de marché affecte plutôt le secteur traditionnel que le secteur moderne. En outre, l'investissement du secteur traditionnel va augmenter sans le recours à l'intermédiation financière, par contre l'investissement du secteur moderne va diminuer en raison de l'augmentation des taux pratiqués par les banques sur les prêts. De ce fait, Galbis considère que la mise en place d'une politique de libéralisation financière (à travers la hausse des taux d'intérêt réels servis sur les dépôts) conduit à un déplacement de l'épargne du secteur traditionnel vers le secteur moderne, ceci aura pour conséquence une amélioration de l'efficacité des investissements

¹ Jude C. EGGOH (2009), op cit, p 30

²GALBIS V. (1977) "Financial Intermediation and Economic Growth in Less-Developed Countries : A Theoretical Approach", Journal of Development Studies, Vol. 13, N°2, pp 58-72.

dans l'économie puisque le rendement du capital est plus élevé dans le secteur moderne que dans le secteur traditionnel.

Par ailleurs, d'après Vogel et Buser (1976)¹, l'effet positif de la libéralisation financière sur la croissance se traduit par une stabilisation des rendements et par conséquent du cadre macro économique. Selon ces deux auteurs, la répression financière se caractérise par une variabilité croissante des taux d'intérêt servis sur les dépôts et sur le taux d'inflation d'où la nécessité de la libéralisation financière qui se traduise non seulement par l'accroissement du rendement des dépôts mais aussi par une stabilisation de ces rendements qui entraîneront une baisse du risque attaché à la détention de la monnaie.

Selon Mathieson (1979)², l'investissement dépend du taux d'intérêt réel servi sur les dépôts. En effet, une hausse de ce taux permet d'augmenter le volume des dépôts, en fait, si les banques disposent d'un niveau élevé des dépôts elles peuvent augmenter l'offre des fonds prêtables. Mathieson (1979) prend en compte la libéralisation financière dans un modèle macro économique en économie ouverte ou il tient compte des variations possibles du taux de change réel. Selon cet auteur, la libéralisation financière dans le cadre d'une économie ouverte conduit à une entrée des capitaux puisque les entreprises ont la possibilité d'emprunter de l'extérieur ce qui permet d'augmenter l'offre de monnaie en absence de politique de stérilisation et par la suite une hausse de l'inflation. Pour cela Mathieson insiste sur le fait que la dévaluation de la monnaie est nécessaire vu qu'elle permet à la fois une diminution de l'entrée des capitaux et de l'inflation.

Malgré que ces différentes contributions ont utilisé des hypothèses et des méthodologies différentes et ont mis en évidence des mécanismes divers à travers lesquels l'augmentation des taux d'intérêts affecte l'économie réelle (politique de stabilisation macroéconomique et des rendements d'actifs, réallocation de l'épargne, dévaluation compétitive), ils ont aboutis à la même conclusion du modèle théorique de McKinnon (1973) et Shaw (1973) : la libéralisation financière améliore la croissance de l'économie.

¹ VOGEL, R., BUSER S. (1976) "Inflation, Financial Reform, and Capital Formation in Latin America., in Money and Finance in Economic Growth and Development : Essay in Honor of E. S. Shaw, ed. par R.I. Mac-Kinnon", New-York, Marcel Dekker, pp. 35-70.

² MATHIESON, D. (1979) "Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy", IMF Staff Papers, Vol. 26, N^o 3, pp. 450-489.

2.3 Les critiques de la théorie de la libéralisation financière

L'approche de McKinnon et Shaw (1973) a été largement critiquée et remise en cause dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix à cause des problèmes d'instabilité financière qui ont connu beaucoup de pays au cours de cette période, comme au Chili en 1981 ou en Russie à partir de 1988. En effet, dans leurs travaux, les auteurs avaient négligé plusieurs points importants¹ :

- l'effet revenu en traitant le comportement de l'épargne. Ils n'ont pris en compte que l'effet de substitution ;
- le rôle des réserves obligatoires et de la nécessité de l'intervention du gouvernement dans certains cas ;
- la possibilité de l'imperfection des marchés de crédit et l'inefficience du système bancaire qui peuvent rendre la libéralisation inefficace.
- l'approche keynésienne selon laquelle l'investissement ne dépend pas de l'épargne mais de la demande effective ;
- le rôle du marché informel.

2.3.1 Les risques encourus par une hausse des taux d'intérêt

La première critique adressée à l'école de la libéralisation est la négligence de l'effet revenu dans la relation entre le taux d'intérêt et l'épargne. En effet, les théoriciens de la libéralisation financière supposent l'existence d'une relation positive entre le taux d'intérêt et l'épargne, donc, ils tiennent compte de l'effet de substitution et négligent l'effet revenu, et cela, en faisant confiance au point de vue de *McKinnon (1973)*. Cet auteur considère que le niveau de l'épargne dans les pays en développement est initialement faible, une augmentation de sa rémunération n'engendre qu'une augmentation de l'épargne². Partant de ce raisonnement, c'est l'effet de substitution qui va dominer. Cette approche a été critiquée par un certain nombre d'auteurs. En effet, selon ces derniers, si on prend en considération l'effet revenu, ce dernier indique, qu'une augmentation du taux d'intérêt engendre une baisse de l'épargne étant donné qu'on a moins besoin d'épargner pour atteindre un niveau de revenu d'épargne donné dans le futur.

¹ Zaiter Lahimer M. (2011) op cit, p 48.

² Zaiter Lahimer M. (2011) op cit, p. 49

Morisset (1993)¹ montre que l'accroissement des taux d'intérêt n'améliore pas nécessairement le niveau d'investissement à moins que les autorités publiques prennent garde d'assurer que : (i) les dépôts bancaires soient des substitues étroits des actifs improductifs (cash et or) et des actifs étrangers que des biens capitaux (ii) le secteur financier assure une affectation efficiente du crédit domestique ; (iii) le flux de crédit domestique au secteur privé ne soit pas absorbé par les besoins du secteur public.

L'augmentation des taux d'intérêt en appliquant la politique de la libéralisation financière peut aussi être néfaste pour le secteur bancaire et le gouvernement. En effet, les banques sont connues par leur capacité de transformer les dépôts collectés auprès des épargnants, en des crédits à moyen et à long terme. En effet, la hausse du taux d'intérêt sur les dépôts due à la libéralisation financière réduit la marge bancaire puisqu'elle ne peut pas compenser cette augmentation par une augmentation des taux sur les prêts qui restent fixes, ce qui engendre une diminution du taux de profit des banques qui risquent de mettre la banque dans une situation de fragilité transitoire.

L'effet de l'augmentation des taux d'intérêt sur le gouvernement peut être perçu à travers son impact sur le déficit budgétaire puisqu'une telle augmentation aggrave le déficit par le renchérissement du service de la dette publique. Ainsi, la politique de la libéralisation financière libère l'économie de la taxe d'inflation et prive l'état des revenus fiscaux qu'il collectait auparavant auprès des banques.

2.3.2 Le rôle des réserves obligatoires et la nécessité de l'intervention de l'état

La théorie de la libéralisation financière indique qu'un niveau relativement élevé de réserves obligatoires imposé par les banques conduit à réduire la croissance économique à travers la réduction des fonds prêtables et par conséquent de l'investissement. En effet, avec ce point de vue, McKinnon et Shaw ont négligé certains aspects. En fait, selon Ponsot (2005)² et la banque de France 2001, la constitution des réserves obligatoires participe à la régulation de la liquidité et à la stabilisation des taux d'intérêt sur les marchés monétaires. Ainsi, kapur

¹ Morisset J. (1993) "Does Financial Liberalization Really Improve Private Investment in Developing Countries?", Journal of Development Economics, Vol. 40, pp. 133-149.

² Ponsot J. F. (2005) "Dollarisation et Banque centrale en Equateur", Séminaire Institutions et Développement – Matisse, Paris – 22 avril 2005.

(1992)¹ affirme aussi que les réserves obligatoires du secteur bancaire protègent le système financier à court terme contre les problèmes de liquidité. Donc, les réserves obligatoires présentent un instrument de la politique monétaire largement utilisé. En outre, elles représentent des fonds prêtables à l'état.

En ce qui concerne l'intervention gouvernementale Stiglitz (1994)² a montré que cette dernière peut améliorer les performances économiques du pays, en orientant les crédits vers des secteurs qui bénéficient d'une haute technologie et aussi vers les secteurs les plus productifs.

2.3.3 Imperfections des marchés

L'approche de McKinnon et Shaw est fondée sur l'hypothèse selon laquelle le marché financier est un marché parfait. Donc, le marché de crédit est supposé fonctionner en concurrence pure et parfaite et avec une information parfaite. Or, le marché peut présenter des imperfections. Dans ce contexte, cette approche a été critiquée par de nombreux économistes, par exemple Stiglitz et Weiss (1981)³ ont intégré la possibilité d'un rationnement de crédit même sur le marché concurrentiel. Cette situation de rationnement est le résultat des imperfections inhérentes aux marchés financiers et spécialement des asymétries d'informations qui existent entre les prêteurs et les emprunteurs.

2.3.4 Les critiques d'inspiration keynésienne

Comme il a été cité précédemment, les théoriciens de l'école de la libéralisation financière supposent généralement qu'une augmentation des taux d'intérêt participe à l'augmentation de l'épargne et donc de l'investissement. Cette approche a été largement critiquée par l'approche keynésienne qui est totalement différente. En effet, selon Keynes, l'investissement n'est pas déterminé par l'épargne mais par la demande effective qui est constitué par la demande d'investissement et la demande de consommation (des dépôts mieux rémunérés encouragent les agents économiques à épargner davantage et consommer moins ; ce qui entraîne forcément une baisse de la demande globale)⁴. Mais ceci n'écarter pas le rôle du taux d'intérêt. En effet,

¹ Kapur B. (1992) "Formel and Informel Financial markets, and the Neo-Structuralists Development Economics", Vol. 18(1), pp. 63-77, p. 69.

² Stiglitz J.E. (1994) op cit, p.31

³ Stiglitz J.E., Weiss A. (1981) "Credit Rationing in Markets With Imperfect Information", American Economic Review, Vol. 71(3), pp. 393-410.

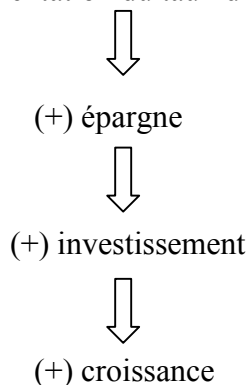
⁴ Burkett P., Dutt A. K. (1991) "Interest Rate Policy, Effective Demand, and Growth in LDC.s." International Review of Applied Economics, vol. 5(2), pp. 127-153, cite dans Mahjouba Zaiter Lahimer (2011), op cit, p. 54.

selon cette approche, la demande d'investissement est associée négativement au taux d'intérêt et positivement à l'efficacité marginale du capital.

La réalisation d'un investissement est conditionnée par la hausse des rendements de ces revenus futurs qui doivent dépasser le taux d'intérêt. Selon ces hypothèses, une augmentation des taux due à la libéralisation financière va provoquer une baisse de l'investissement vu la baisse des projets rentables comparés au nouveau niveau du taux. Dans ce cas, la politique de libéralisation financière mènera au ralentissement de la croissance¹.

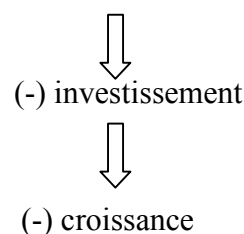
Ecole de la libéralisation

Augmentation du taux d'intérêt



Approche Keynésienne

Augmentation du taux d'intérêt



Source : Zaiter Lahimer M. (2011), op cit, p. 54.

2.3.5 Les néo-structuralistes et le rôle du secteur financier informel

Les modèles néo-structuraliste (Van Wijnbergen, (1983)² et de Taylor, (1983)³ prennent en considération le système financier dans son ensemble aussi bien avec son marché formel qu'avec son marché informel. Selon cette approche, le marché informel représente un marché qui va contribuer à la croissance économique.

Contrairement aux partisans de la théorie de la libéralisation financière qui associent la hausse des taux d'intérêt à une hausse des dépôts bancaires et donc à l'accroissement de l'offre de crédit bancaire, les néo-structuralistes indiquent que si les dépôts bancaires augmentent, la demande de créance sur le marché informel diminue et la libéralisation se

¹ Zaiter Lahimer M. (2011) op cit, p 53.

² Van Wijnbergen S. (1983) "Credit Policy, Inflation and Growth in a Financial Repressed Economy", Journal of Development Economics, Vol 13(1), pp. 45-65.

³ Taylor L. (1983) "Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World", Basic Books, New-York, pp. 227.

traduit donc par un développement de l'intermédiation bancaire au détriment de l'intermédiation informelle¹. Or, les néo-structuralistes affirment que cette dernière est plus efficace que l'intermédiation formelle ce qui a tendance de remettre en cause l'impact positif de la libéralisation sur la croissance. D'une manière générale, les théoriciens de la libéralisation financière défendent l'augmentation des taux d'intérêt, l'ouverture du compte de capital, la dérégulation du système bancaire et financier et l'élimination de l'intervention de l'état et affirment que la politique de la libéralisation financière est un moyen efficace pour promouvoir la croissance économique. par contre, les modèle néo-structuralistes soulignent l'importance du maintien d'un niveau faible des taux d'intérêt pour augmenter les taux d'investissement, s'opposent à une ouverture financière totale pour protéger l'économie des risques de change et défendent le rôle de l'interventionnisme de l'état.

2.4 Les conditions de réussite d'une politique de libéralisation financière

La réalisation des avantages énumérés de la libéralisation financière dépend de l'existence d'un environnement favorable, ainsi que des conditions préalables pour stimuler la croissance économique. D'après Fischer (2001), il y a un certain nombre de pré-conditions à remplir avant d'accéder à la politique de libéralisation financière². En effet, selon Fry (1997), il existe cinq pré-requis pour assurer la réussite d'une politique de libéralisation financière³ :

- Une régulation et une supervision adéquates des banques commerciales.
- Un degré raisonnable de stabilité des prix.
- Une discipline fiscale appropriée imitant les effets négatifs de la taxe inflationniste.
- Un comportement compétitif des banques commerciales visant la maximisation des profits.
- Un système fiscale sans taxes discriminatrices imposées aux intermédiaires financiers.

Après avoir cité l'ensemble des conditions préalables pour la réussite de la politique de libéralisation financière il est important de présenter les étapes que chaque pays doit les suivre pour libéraliser son système financier. En effet, après l'échec de plusieurs expériences de libéralisation financière dans le monde, McKinnon (1991) a souligné la nécessité de suivre un ordre optimal pour assurer la réussite de ce processus de libéralisation. Le tableau suivant résume les différentes étapes de la libéralisation :

¹ Zaïter Lahimer M. (2011) op cit, p 54.

² Fischer. S. (2001) "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, Vol. 15 (2), pp 3-24, p 63.

³ Fry M.J (1997), op.cit, p 759.

Tableau (I.4) : Les étapes de la libéralisation économique et financière

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

Source : Amaira. B (2006), « les conditions préalables à la réussite des réformes financières au sein des pays émergents », 23^{ème} journées d'économie monétaire et bancaire, Lille, 22 et 23 juin, p 4.

Selon McKinnon (1991), les autorités de l'économie ne doivent pas appliquer toutes les réformes simultanément, mais ils doivent respecter l'ordre optimal pour assurer la réussite de la libéralisation¹. Selon cet auteur, l'élimination prématurée des contrôles des capitaux étrangers peut causer une fuite des capitaux et une accumulation des dettes extérieures.

La réussite de cette politique de libéralisation financière considérée comme une condition indispensable pour la réalisation du processus d'intégration économique et financière est dépendante d'un ensemble de conditions, ainsi que, elle doit se réaliser d'une façon ordonnée.

Section 2. L'intégration financière : une approche théorique

1. L'évolution de l'intégration financière internationale : un peu d'histoire

Après avoir analysé, dans l'ensemble, le processus de la libéralisation financière ainsi que ces différents types nous sommes arrivés à conclure que l'intégration financière est la dernière étape de ce processus, connue sous, la libéralisation financière externe. En fait, Le développement du système financier interne permet d'assurer l'efficacité des marchés avant

¹ Mc Kinnon R.I. (1991) "The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy", 2ème édition, the Johns Hopkins University press, 200 pp.

de les ouvrir aux investissements étrangers. Cette dernière désigne le résultat obtenu par un pays après avoir libéralisé son système financier.

La libéralisation financière est apparue pour la première fois, comme il a été cité dans la section précédente, dans les écrits de McKinnon et Shaw en 1973, mais après avoir cherché l'évolution de l'intégration financière dans l'histoire, nous avons trouvé que la mondialisation des finances n'est pas un phénomène nouveau. En effet, ce processus de mondialisation financière est marqué par trois grandes étapes : l'effondrement du système monétaire de Bretton Woods, les innovations financières et les mouvements de libéralisation et de déréglementation. Ainsi, nous pouvons présenter les trois périodes de l'intégration financière de la façon suivante¹ :

- la première période, de 1690 à 1789 : cette période commence dans les années 1690 et dure jusqu'à la révolution française.
- La deuxième période, de 1870 à 1914 : la période antérieure à 1914 représente l'âge d'or du libéralisme financier.
- De 1975 jusqu'à aujourd'hui.

Aujourd'hui, on se trouve face à une forte intégration financière, mais on ne peut pas dire que cette période d'intégration soit la seule observée dans l'histoire ; en fait, elle est loin d'être la première².

1.1 La première période de l'intégration financière internationale : de 1690 à 1789

A partir du treizième siècle, le monde a connu une évolution dans les échanges commerciaux et financiers entre les pays. Si on prend l'exemple des grandes villes italiennes, qui à cette époque ressemblaient plutôt à des états indépendants ont été, entre le treizième siècle et jusqu'au seizième siècle, les maîtres absolus dans les transactions commerciales et dans la finance. Cependant, cent ans plus tard, la situation a complètement changé³. Amsterdam est devenu le centre financier le plus important au monde et la République Hollandaise est devenue le premier empire commercial au cours cette période. En effet, au cours du dix-septième siècle, plusieurs activités financières ont eu lieu à Amsterdam : diverses opérations bancaires, ventes de devises étrangères, opérations sur les valeurs

¹ Entre temps, le monde a connu des périodes de désintégration (1914-1958...1975).

² Lothian, J.R. (2001) "Financial Integration over the past Three Centuries", Independent Institute Working Paper No. 26, March 2001, <http://www.independent.org>.

³ Kindleberger, C.P. (1986) "Histoire financière de l'Europe Occidentale", Economica.

mobilières, etc. en outre, à cette époque, Amsterdam est devenu une sorte de passage obligé pour les transferts de fonds des investisseurs hollandais à l'étranger. Ainsi, nous pouvons dire que plusieurs instruments et techniques mis en œuvre sur le marché financier que nous considérons aujourd'hui comme modernes, ont été, en effet, des choses assez banales à cette époque.

Au dix-huitième siècle, les places financières de Londres et d'Amsterdam sont devenues strictement liées dans le domaine financier. Toutefois, Amsterdam, était le partenaire « principal » parce qu'elle envoyait à Londres les moyens financiers nécessaires pendant la crise financière anglaise.

La création de la banque d'Angleterre en 1694 a poussé l'Angleterre à se développer en tant que puissance financière. En effet, c'est seulement à la fin du dix-septième siècle que ce pays a commencé de se développer dans le domaine de la finance. En revanche, cette dernière est devenue la première des grandes banques d'émission et l'ancêtre des banques centrales aujourd'hui¹. Donc, la création de la banque d'Angleterre constituait une innovation majeure par rapport aux expériences précédentes.

Dans les années suivantes, les opérations bancaires commerciales en Angleterre se sont rapidement développées. Le nombre de banques à Londres a augmenté de 25-30 en 1750-1765, à 50 en 1770, et à 70 en 1800, et les banques de province, banques à l'extérieur de Londres, se sont développées encore plus rapidement ; elles étaient seulement 10-12 en 1750, 334 en 1797, et 670 en 1810, et, en même temps, la bourse de Londres a été inaugurée et le marché financier a commencé à fonctionner².

En raison de ces arguments, nous pouvons dire que, à cette époque et comme aujourd'hui, l'information et les finances ont été aussi exactement liées. La preuve, qu'en 1681, la première revue financière publiant régulièrement les prix des actifs sur le marché financier, a vu le jour. De nombreuses publications concurrentielles l'ont suivie rapidement.

¹ Plessis, A. (1994) "1694 : Londres invente la Banque Centrale", <http://www.lexpansion.com>

² Syssoyeva I. (2010) "L'intégration financière et ces effets sur les performances économiques. Le cas des nouveaux pays membres de l'union européenne", thèse de doctorat d'état en sciences économiques à l'université de Nice Sophia Antipolis, p 16.

1.2 L'ère de l'étalon-or classique : l'âge du laisser-faire monétaire et financier

La période de 1875 jusqu'au début de la première guerre mondiale fut la période classique de l'étalon-or. Ce fut, aussi, une ère de stabilité économique et financière. Les contrôles sur les transactions financières internationales n'existaient pas, avant la première guerre mondiale, et les flux internationaux de capitaux atteignirent un niveau assez élevé, pendant cette période. P. Einzip définit cette période (1815-1914) comme un siècle de « laisser faire dans la sphère du change »¹. Or, ici, nous sommes en présence d'une forte intégration commerciale et financière sous le régime de l'étalon-or.

Les travaux économiques de cette période montrent que les marchés des actions et des obligations, sous le régime de l'étalon-or, ont eu une dimension internationale que le monde n'ait jamais connu. Les marchés financiers internationaux ont connu une forte intégration, au début du vingtième siècle. Ce régime de l'étalon-or a permis à plusieurs flux de capitaux d'aller chercher le plus grand rendement partout dans le monde. Pendant cette période, l'investissement international est arrivé à ces plus grandes dimensions et les systèmes bancaires mondiaux ont parvenu à un degré d'internationalisation aussi sans précédent.

Des travaux économétriques plus récents confirment aussi les mêmes résultats. Il y a les études faites par *P. Jackson et J. Lothian (1993)*, *M. Obsfeld et A. Taylor (1999)*, *M. Bordo, B. Eichengreen et J. Kim (1998)*, *J. Lothian (2000)* sur l'intégration des marchés financiers, l'étude faite par *M. Flandreau et C. Rivière (1999)* sur l'intégration financière et les contrôles de capitaux, ainsi que l'étude faite par *M. Taylor (1996)* qui examine la relation entre l'épargne et l'investissement. Toutes ces études confirment la grande liaison entre le degré d'intégration de la période de l'étalon-or et l'intégration observée aujourd'hui.

Le dix-neuvième siècle est caractérisé, Comme il a été cité précédemment, par l'inexistence complète d'interventionnisme public. Toutefois, ceci ne signifie pas l'absence d'interventions sur la direction des flux de capitaux, ou, encore, sur le taux de change lui-même. Selon *M. Aglietta, A. Brender, V. Coudert, (1990)*, durant ce siècle, le sens des mouvements de capitaux était directement lié à la division internationale du travail et à la hiérarchie des niveaux de développement, les pays « centraux » les plus industrialisés – la Grande Bretagne, mais aussi la France et l'Allemagne – étaient créanciers de pays

¹ Flandreau, M., Rivière C. (1999) « La grande « retransformation »? contrôles de capitaux et intégration financière internationale, 1880-1996 », *Economie Internationale*, No. 78. 2^e trimestre 1999, p.17.

périphériques – le Canada, la Russie, l’Australie... - qui s’inséraient dans la division internationale du travail en fournissant essentiellement des matières premières contre des produits industriels¹.

Avant la première guerre mondiale (1914), les flux financiers internationaux à long terme prennent trois formes principales² :

- **Les emprunts étrangers**, publics notamment, émis sur les grands marchés financiers (Londres, Berlin, Paris) ;
- **Les investissements directs à l’étranger** qui acquièrent, au tournant du siècle, une importance prépondérante avec le développement des firmes multinationales ;
- Enfin, les « **free standing companies** », créées dans le pays dans lequel elles émettent leurs titres, mais opérant dans un pays étranger.

Le tableau suivant montre les investissements à l’étranger réalisés par des grands pays prêteurs de cette époque.

Tableau (I.5) Investissements à l’étranger des grands pays prêteurs, 1825-1913

(En millions de dollars constants)

Pays	1825	1840	1855	1870	1885	1900	1913
Angleterre	500	750	2300	4900	7800	12100	19500
France	100	(300)	1000	2500	3300	5200	8600
Allemagne	*	*	*	*	1900	4800	6700
Pays-Bas	300	200	300	500	1000	1100	1250
Etats-Unis	N	N	n	n	n	500	2500

*pas d’estimation pour ces dates.

(n) négligeable.

Source: Kindleberger, C.P. (1986), p. 264.

1.3 La période de désintégration 1914-1958

La déclaration de la guerre mondiale en 1914 a annoncé la fin de la période d’intégration financière. Cette période de désintégration durera au moins jusqu’au retour de la convertibilité des comptes courants en 1958. Puis probablement, elle s’étendra jusqu’à la fin du système de Bretton Woods, voire jusqu’au milieu des années quatre-vingt.

¹ Aglietta, M., Brender, A., Coudert, V. (1990) “Globalisation financière : l’aventure obligée”, *centre d’études prospectives et d’informations internationales France, Economica*, 1990, p. 13, cité dans Syssoyeva I, p. 21.

² Syssoyeva I. (2010) op.cit. p. 21

1.4 De 1970 à aujourd'hui : du flottement à l'unification monétaire et financière

L'écoulement du système monétaire international de Bretton Woods en 1973 constitue une date importante dans l'histoire monétaire. Pendant cette année, lorsque la décision de laisser flotter les taux de change fut prise, la politique monétaire s'est émancipée.

La reprise de l'activité sur les marchés financiers internationaux, comme sur les marchés des biens et services, qui avait été retardée à la suite des perturbations et de la récession d'après guerre, s'est manifestée à partir de 1960¹.

Les années soixante-dix ont été marquées par de grands transferts entre les pays périphériques. Et à partir du début des années quatre-vingt, la géographie des transferts internationaux d'épargne a changé : ils s'effectuaient, de façon quasi exclusive entre les pays hautement industrialisés².

Mais, jusque vers la fin des années quatre-vingt, même les pays traditionnellement les plus libéraux ont eu recours à différents contrôles en cas de tension à la sortie ou à l'entrée des capitaux. En fait, il y a deux types de stratégies : d'un côté, les pays qui avaient un compte courant déficitaire (par exemple la France, l'Italie) ont bloqué les sorties de capitaux, tout en autorisant leur entrée ; et d'un autre côté, d'autres pays (comme le Japon ou l'Allemagne) au compte courant excédentaire ont interdit les entrées de capitaux, tout en autorisant les sorties.

Depuis 1989, une nouvelle étape fut franchie avec le mouvement de libéralisation financière. Or, durant les quatre dernières décennies, on a pu observer de grands changements institutionnels dans l'organisation et le fonctionnement des marchés financiers, ainsi que l'augmentation rapide de l'intégration financière.

Pour conclure, nous pouvons dire que, à travers cette analyse « historique » de l'intégration financière, nous avons pu constater que l'intégration financière de la fin du XIX^{ème} siècle jusqu'en 1914 a été considérée comme favorable au développement financier pour les pays receveurs de capitaux étrangers. Toutefois, nous avons pu conclure aussi que, pour la période de l'entre deux guerres (1918-1940), puis pour la période postérieure à 1973, les résultats ne sont pas aussi tranchés.

¹ Syssoyeva I. (2010) op.cit. p. 38

² Aglietta, M., Brender, A., Coudert, V. (1990) op.cit. 13.

2. Le concept théorique de l'intégration financière

2.1 Définition de l'intégration financière

Afin de situer les idées relatives aux thèmes forts complexes de globalisation et d'intégration financière et les conséquences qui en résultent, nous commençons par donner quelques définitions et points de repère.

- Selon Rogoff, Wei, Kose et Prasad (2006)¹, la globalisation financière est un concept global qui fait référence à l'augmentation des liaisons entre les pays à travers l'échange des flux financiers entre eux. Quand à l'intégration financière, elle fait référence aux liaisons individuelles d'un pays avec les marchés internationaux des capitaux. Autrement dit, la globalisation financière est un concept agrégé qui stipule un lien global à travers les flux financiers entre les pays. Tandis que, l'intégration financière porte sur les efforts consentis par un pays afin d'atteindre les marchés de capitaux internationaux. A partir de ces définitions, on constate que ces deux concepts sont fortement reliés et apparentés, puisque le développement de la globalisation financière n'est autre que le résultat des efforts d'intégration financière.

Parmi les nombreuses définitions de « l'intégration financière » présentées dans la littérature, nous évoquons les définitions suivantes :

- D'après H. Bourguinat (1999)², « le processus de mise en communication, de plus en plus poussé, des marchés nationaux de capitaux qui conduit à un marché mondial en voie d'unification croissante ».
- Selon B. Blancheton et S. Maveyraud-tricoire, (2006)³, « un processus de rapprochement des marchés nationaux et/ou régionaux qui se traduit par une égalisation du prix des actifs et par un mouvement accentué des capitaux ».
- D'après Baele et al (2004)⁴, « le marché pour un ensemble donné d'instruments et/ou de services est entièrement intégré si tous les participants du marché potentiel avec les mêmes caractéristiques appropriées :

¹ Kose M., A Prasad E, Rogoff K., Wei. S. J. (2006) "Financial Globalization: A Reappraisal", International Monetary Fund, WP/06/189, p. 8.

² Bourguinat, H. (1999) Finance Internationale, après l'euro et les crises. Puf, Paris.

³ Blancheton B., Maveyraud-tricoire S. (2006) "les indicateurs d'intégration financière internationale : un faisceau de mesures convergent", Cahiers du GRES, Cahier n° 2006. P, 4.

⁴ Baele L., Ferrando A., Hordahl P., Krylova E., Monnet. C. (2004) "Measuring Financial Integration in the euro area", Occasional paper series N° 14.

1. font face à un ensemble de règles simples, quand ils décident de traiter ces instruments et/ou services.
 2. ont l'égalité d'accès à l'ensemble mentionné ci-dessus d'instruments et/ou de services.
 3. sont traités également quand ils sont en activité sur le marché ».
- Selon la BAD (2010)¹, l'intégration financière implique une augmentation des flux de capitaux et une tendance des prix et des rendements sur les capitaux financiers échangés dans les États membres de la région intégrée à se niveler par rapport à un dénominateur commun.
 - Au sens économique du terme, l'intégration désigne soit un processus, soit un résultat. En tant que processus, l'intégration financière est un ensemble de mesures destinées à éliminer d'une manière progressive les discriminations entre les unités économiques des différents pays. En tant que résultat, l'intégration financière devrait aboutir à un constat de disparition des marchés de capitaux nationaux et la formation d'un marché financier mondial ou village global².
 - Sur le plan comptable, les flux de capitaux : dette, investissement de portefeuille, investissement direct et placement immobilier s'enregistrent au compte de capital de la balance des paiements. Donc, la libéralisation du compte de capital correspond à l'assouplissement des restrictions appliquées aux flux de capitaux franchissant la frontière d'un pays donné. Ce qu'il en résulte un haut degré d'intégration financière à l'économie mondiale sous forme d'entrées et de sorties de capitaux. Selon la théorie néoclassique, le libre mouvement des flux de capitaux permet d'accroître l'investissement, d'accélérer la croissance et donc l'amélioration du bien être.

En outre, l'intégration économique et financière régionale désigne le rapprochement de deux ou plusieurs gouvernements liés par des accords préférentiels réciproques, fondés sur un ou plusieurs éléments suivants ³ :

¹ Rapport de la Banque Africaine de Développement (2010), "intégration du secteur financier dans trois régions d'Afrique: Comment l'intégration financière régionale peut soutenir la croissance, le développement et la réduction de la pauvreté", la Banque Africaine de Développement, Tunis,

² Zouhair EL Kadhi .(2007) " libéralisation du compte de capital et politiques de croissance dans les PED", thèse de doctorat en sciences économiques, université de Nice-Sophia Antipolis, CEMAFI, p. 23.

³ Marunping M. (2005) "challenges for regional integration in Sub-Saharan Africa: Macroeconomic Convergence and Monetary Coordination", The National, Regional and International Challenges Fondad, The Hague, December, p 131, cité dans Zenasni soumia (2013), "les effets de l'intégration financière sur la croissance des économies du Maghreb dans un contexte de globalisation et de crises", thèse de doctorat en sciences économiques, sous la direction du Pr Benhabib. A, tlemcen, p 61.

- Accords commerciaux préférentiels (ACP) : la constitution des ACP entre les états membres est une première étape vers une amélioration de l'accès de l'économie local aux marchés étrangers et, par la même, vers la réalisation concrète de l'intégration économique et financière¹. Ces accords désignent l'application de tarifs réduits entre le pays du groupe constitué en matière d'importations en comparaison avec les autres pays qui ne font pas partie des pays membres de ce groupe.
- Zone de libre échange (ZLE) : un accord commercial qui désigne qu'à l'intérieur de cette zone les états membres échange librement leurs marchandises et cela grâce à la suppression des obstacles tarifaires et non tarifaires. Plus précisément, les échanges de biens se feront sans droits de douane entre les pays du groupe constitué.
- Union douanière : une ZLE avec les mêmes droits de douane ou des droits communs sur les importations en provenance des pays non-membres.
- Marché commun : est un marché qui se caractérise par l'ouverture de l'ensemble des marchés (le marché des produits, le marché du travail et le marché des capitaux), autrement dit, par une libre circulation des personnes et des capitaux². Le marché commun représente une forme d'intégration économique et financière entre les états membres.
- Communauté économique (union économique et monétaire) : l'union économique est considérée comme un complément indispensable à la possibilité de mettre en place une intégration monétaire (un marché unique avec monnaie commune). Ainsi, l'union économique et monétaire représente la phase ultime de l'intégration économique.

De nombreux manuels traitant la finance internationale proposent une expression de la globalisation via trois principaux phénomènes économiques, connus entre autres comme la règle de trois D (le décloisonnement des marchés, la déréglementation et la désintermédiation)³ :

¹ Schaub. M. (2009) "les accords commerciaux préférentiels dans la pratique : les défis posés par leur mise en œuvre", La Vie économique revue de politique économique, No, 10-2009, p. 16.

² Rapport de la commission de l'union africaine (2011), "Etat de l'intégration en Afrique", Commission de l'Union Africaine, juillet, p 16.

³ Bourguinat H. (1997) Finance Internationale, Presses Universitaires de France, coll. Thémis Economie, 3^{ème} Edition., cité dans Zouhair EL Kadhi (2007), op cit, pp. 24-25.

1) Le décloisonnement des marchés :

Le phénomène de décloisonnement est la condition nécessaire de la globalisation financière. Il implique, d'une part, que les marchés nationaux soient ouverts à la concurrence, et d'autre part qu'à l'intérieur de chaque pays, les compartiments des marchés soient abolis. On peut donner un exemple sur le décloisonnement (concernant le secteur bancaire). Dans certains pays, il y a une vingtaine d'années, les institutions de crédit étaient distinctes par le type de leur clientèle. Il y avait ceux qui étaient spécialisées dans les investissements boursiers, d'autres dans les crédits aux particuliers, et d'autres encore dans le crédit aux entreprises etc. le décloisonnement signifie que ces différences disparaissent, et que les différentes banques peuvent agir dans tous les domaines financiers à la fois.

2) La déréglementation :

Ce phénomène est le résultat du décloisonnement. Les pouvoirs publics doivent modifier ou supprimer des réglementations et des contrôles afin de permettre l'ouverture des marchés à des entreprises qui n'y avaient antérieurement pas accès et de permettre la circulation mondiale des capitaux.

En ce qui concerne l'ouverture des marchés, la principale présentation du phénomène se trouve dans la création de plusieurs produits financiers. Au début des années 1980, plusieurs nouveaux marchés ont été créés, mais les plus représentatifs du phénomène de la globalisation sont les marchés des produits dérivés qui permettent entre autres de se protéger contre les risques de fluctuation des taux d'intérêt et de change.

3) La désintermédiation :

Elle signifie l'accès des entreprises aux financements par émission de titres plutôt que par l'endettement auprès des acteurs institutionnels. Autrement dit, ce phénomène exprime le passage d'une économie d'endettement à une économie du marché. Selon Bourguinat, la désintermédiation répond à trois grands principes :

- La répartition des emprunts en petits titres de faible valeur (notamment pour des fonds ou des investisseurs individuels).
- Un renouvellement régulier afin d'assurer des emprunts en période longue.
- Se borner au rôle d'intermédiaire, quitte à reprendre le papier émis si elle ne trouve pas d'acquéreur (c'est-à-dire en cas d'insuffisante liquidité du marché).

Ces trois phénomènes représentent, depuis les années 80, la source principale de développement des mouvements de capitaux internationaux, car les mouvements financiers qui ont touché dans un premier temps que les pays industrialisés, avec le phénomène de déréglementation et de diversification, les investisseurs se sont orientés aussi vers les pays émergents et en développement.

2.2 Les étapes du processus d'intégration financière

L'intégration financière régionale représente le point culminant d'un long processus qui débute par l'augmentation progressive du partage d'informations, puis par une coopération (ou collaboration) et une harmonisation, pour finalement peut-être aboutir à l'unification de l'ensemble des politiques, infrastructures et institutions financières¹.

Le tableau suivant résume cinq étapes de l'intégration financière régionale « IFR », (présentées par ordre ascendant), qui sont liées à un processus consistant à favoriser l'intégration commerciale et des services en suivant la démarche ZLE – Union douanière – Communauté économique. D'un point de vue conceptuel, chaque étape constitue un tremplin pour la suivante, et leur classification formelle sert à indiquer les politiques et institutions que les États membres de ce groupe doivent établir aux niveaux national et régional afin de continuer à avancer².

Tableau (I.6) : L'intégration financière régionale : feuille de route générique

Étape de l'intégration financière régionale (IFR)	Mesures nationales	Mesures régionales
Étape I : Préliminaire Les pays membres commencent à prendre des mesures pour moderniser leurs systèmes financiers, en mettant en œuvre certaines normes financières internationales et en instaurant un échange d'informations entre eux.	▪ Améliorer les systèmes de paiements nationaux (RBTR) afin de réduire les délais de paiement et les coûts de transfert. ▪ Renforcer la supervision bancaire et le cadre réglementaire ▪ Améliorer les normes comptables ▪ Améliorer les éléments fondamentaux du système juridique	▪ Conclure des accords pour établir une ZLE. ▪ Faire avancer et mettre en œuvre le calendrier régional et assurer le suivi des opérations. ▪ Échanger des informations et organiser des réunions régulières entre les autorités monétaires et financières. ▪ Mettre en place des comités régionaux pour déterminer les domaines et modalités du processus d'intégration ▪ Accords régionaux et bilatéraux proposant une assistance technique aux membres « moins développés » pour mettre à niveau leurs systèmes financiers

¹ Rapport de la Banque Africaine de Développement. (2010) op cit, p 37.

² Rapport de la Banque Africaine de Développement. (2010) ibid.

Étape II : Harmonisation Les pays membres doivent moderniser leur système financier. Des mesures doivent être prises pour harmoniser et relier les politiques, institutions, règles et réglementations financières régionales	▪ Élargir les systèmes de paiement pour qu'ils incluent les transferts électroniques de fonds, les systèmes de dépôt de garantie et les ordres électroniques de paiement. ▪ Établir des systèmes rentables pour les transferts de petits montants ▪ Renforcer davantage la supervision et la réglementation bancaires. ▪ Supprimer les contrôles des taux de change interrégionaux. ▪ Libéraliser les afflux de capitaux étrangers. ▪ Renforcer les règles et réglementations du marché boursier ▪ Compléter la modernisation des systèmes financiers pour les orienter sur le marché ▪ Autonomie de la banque centrale et renforcement de l'autorité de supervision ▪ Supprimer les barrières freinant la pénétration des banques étrangères et régionales pour accroître la concurrence ▪ Développer des systèmes nationaux de renseignements sur le crédit.	▪ Mettre en place une ZLE entièrement fonctionnelle. ▪ Accord sur les critères de convergence appropriés ▪ Établissement des mécanismes de surveillance (consultative) et de contrôle ▪ Organiser des réunions régulières entre les autorités de réglementation et de supervision des pays ▪ Harmonisation des politiques concernant les entrées de capitaux. ▪ Établir des organismes consultatifs pour le secteur financier privé (association de banquiers, comptables, marchés boursiers, etc.) ▪ Établir des organismes de développement de l'infrastructure physique régionale
Étape III : Coopération Les membres doivent prendre de grandes initiatives de coopération pour harmoniser et relier leurs politiques du secteur financier. Ils doivent aussi renforcer et rendre opérationnels les mécanismes régionaux de surveillance et de contrôle	▪ Libéraliser progressivement les contrôles des taux de change vis-à-vis du reste du monde. ▪ Mettre en œuvre des critères de convergence détaillés et convenus ▪ Coordonner les politiques monétaires et de change	▪ Conclure des accords pour établir une union douanière ▪ Mettre en place un régime régional des IDE . ▪ Harmonisation totale des normes en matière de réglementation, supervision et comptabilité ▪ Développement d'un Système centralisé de renseignements sur le crédit ▪ Développement au niveau régional d'une infrastructure et de réglementations des marchés Boursiers
Étape IV : Intégration Les membres prennent des initiatives pour unifier leurs institutions, règles et réglementations, ainsi que les produits financiers	Adapter/modifier les exigences législatives et réglementaires nationales et le cadre institutionnel afin de se conformer aux exigences requises à cette étape de l'intégration financière.	▪ Adapter une union douanière entièrement opérationnelle ▪ Unification des marchés boursiers ▪ Adoption d'un système Juridique général ▪ Mise en commun partielle des réserves
Étape V : Unification À ce stade, les membres abandonnent leur souveraineté en matière de politique monétaire au profit d'une autorité régionale	▪ Échanger la monnaie locale pour une monnaie régionale ▪ Réserves en monnaie Commune	▪ Créer une banque centrale régionale ▪ Adopter une monnaie commune régionale

Source : Rapport de la Banque Africaine de Développement (2010), op cit, p. 39-42.

D'une manière générale, l'objectif de l'intégration financière réside dans la facilitation du financement d'une activité plus volumineuse des transactions réelles entre les pays membres. Sur la base de cette idée, on peut conclure que, l'intégration financière (régionale) est un processus complémentaire à l'intégration commerciale et des services entre ces pays membres. Toutefois, il n'est nulle part suggéré l'obligation de correspondre chaque étape de l'intégration commerciale et avec celle de l'IFR, par contre, il est sous-entendu que chaque processus doit soutenir l'autre et que ces deux processus sont interdépendants¹. Par exemple, si l'accroissement des transactions réelles entre les pays de la région s'arrête, le processus de l'intégration financière s'avèrerait léthargique et ne contribuerait que marginalement à la croissance. Aussi, l'intégration commerciale serait facilitée et accélérée si les secteurs financiers des pays membres étaient bien développés et intégrés.

2.3 Les conditions principales d'une intégration financière réussie

L'intégration financière sera d'autant plus forte que seront réunies certaines conditions. Autrement dit, pour qu'un pays donné puisse s'intégrer dans le système financier international, il doit atteindre certaines conditions microéconomiques essentielles qui semblent nécessaires pour pouvoir accéder au système financier macroéconomique :²

- Des réformes au sein du secteur financier dans le sens de la complétude des marchés financiers. Une intégration financière efficace ne peut pas se produire indépendamment d'une stabilité macroéconomique nationale et de réformes du secteur financier. Les efforts d'intégration se poursuivent sous diverses formes et en plusieurs étapes dans l'ensemble du secteur financier, y compris l'établissement de *politiques financières* (financement du secteur public, du commerce et politiques d'investissement), d'une *infrastructure financière* (réglementation, supervision et normes d'information financière), et d'*institutions financières* (banques et IFNB, telles que les organisations opérant dans les secteurs de la retraite et des assurances, les marchés du crédit et des capitaux).
- Une parfaite mobilité des capitaux, cela implique le déplacement géographique d'une place financière à une autre et d'un pays à un autre. La mobilité des capitaux permet des arbitrages entre les différents actifs ainsi qu'une allocation efficiente du capital du point de vue de la diversité de ses affectations aussi bien industrielles que géographiques.

¹ La Banque Africaine de Développement . (2010) op cit, p 42.

² Riabi W., Rebii M., Riehi A. (2007) "Intégration Financière Internationale", Finance Internationale, Université de Tunis El Manar, p. 9.

- Une libéralisation, bien ordonnée et planifiée, du compte capital dans les pays émergents et en développement, et cette libéralisation doit être reliée soigneusement au renforcement du système financier domestique. Plus précisément, l'intégration financière ne peut être effective que si les restrictions inhérentes aux flux financiers entre les pays sont éliminées.
- Plus de solvabilité du système financier domestique et l'amélioration de la qualité de la supervision des normes internes et de la surveillance prudentielle.

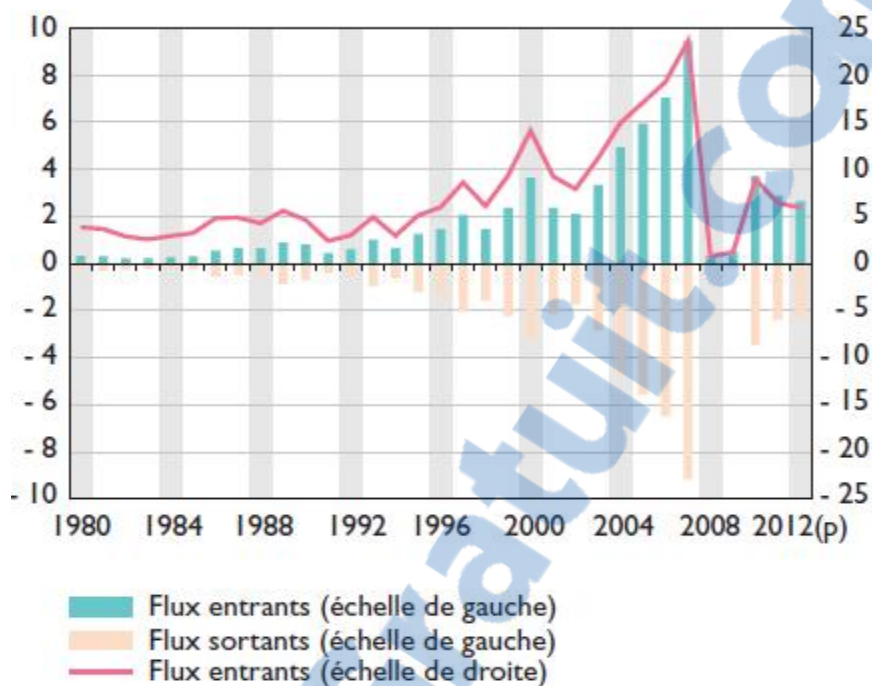
2.4 L'intégration financière dans le contexte actuel

L'intégration financière internationale s'est accélérée au cours des vingt dernières années. En termes globaux, les flux de capitaux, sont passés de moins de 5% du produit intérieur brut (PIB) mondial, en moyenne, dans la période 1980-1999, à environ 20% à la veille de la crise en 2007¹. Après une chute drastique dans le sillage de la crise financière en 2008-2009, les flux de capitaux ont repris partiellement depuis la fin 2009 et à partir de 2010 mais de façon très disparate. La figure suivante illustre l'évolution des flux de capitaux brut² dans les pays avancés au cours de la période 1980-2012.

¹ Julio Ramos-Tallada. (2013) "Le FMI et la gestion des flux de capitaux : la longue route vers une approche gramatique", direction générale des études et des relations internationales, service des relations monétaires internationales, Bulletin de la banque de France. N° 192. 2^e trimestre 2013p. 96

² Le terme « brut » désigne les flux d'entrée de capitaux finançant les secteurs résidents dans un pays, dit « récipiendaire », en provenance d'agents « résidant » dans le pays d'origine ou « source » (dits aussi agents « non résidents » ou « investisseurs étrangers »). Les flux entrants bruts sont nets de l'amortissement du principal des dettes, ainsi que des rapatriements de dépôts et de capital par les non-résidents (cf. FMI, 2011b et Institute of International Finance (IIF), 2012). Le volume de flux de capitaux dit « net » correspond à la différence entre les flux entrants bruts et les flux sortants bruts (ces derniers correspondant à l'acquisition d'actifs étrangers par des résidents).

Figure (I.3) : Flux de capitaux brut dans les pays avancés

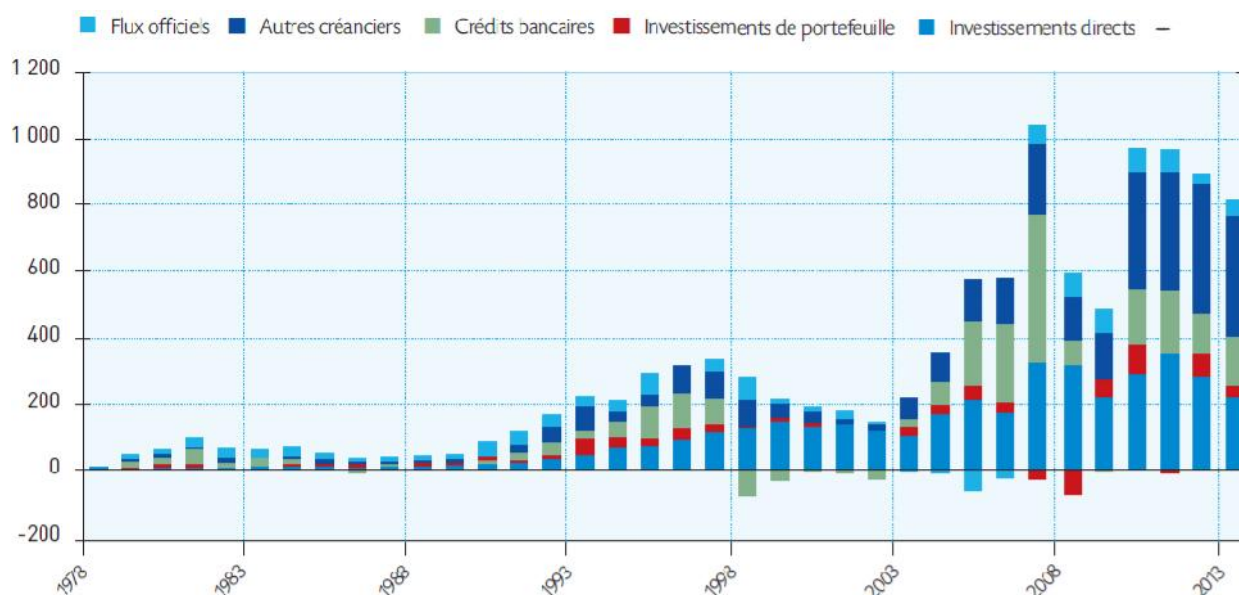


(échelle de gauche en trillions USD ; échelle de droite en % du PIB)

Source : Julio Ramos-Tallada (2013), “Le FMI et la gestion des flux de capitaux : la longue route vers une approche gramatique ”, direction générale des études et des relations internationales, service des relations monétaires internationales, Bulletin de la banque de France. N° 192. 2^e trimestre 2013, p. 96.

En ce qui concerne les économies émergentes, elles ont commencé, durant la décennie écoulée, à contribuer davantage à l'intégration financière mondiale et leur part des flux mondiaux de capitaux est passée de 7 % à 17 % entre 2000 et 2007¹ (voir la figure (I.4)). Les pays émergents et en développement l'IDE est resté la principale source de financement international pour ces pays jusqu'en 2007 lorsque les entrées sous forme de prêt sont devenues plus importantes.

¹ OCDE 2011, “ tirer le meilleur parti des flux de capitaux internationaux ”, Perspectives économiques de l'OCDE, Volume 2011/1, chapitre 6, p. 321 et 324.

Figure (I.4) : Flux nets de capitaux vers le monde émergent (en Mds USD de 2010)

Source : François-Xavier Bellocq, Yves Zlotowski (2013), « les pays émergents dans la globalisation financière : rupture ou continuité ? », agence française de développement (afd), macroéconomie et développement, octobre 2013/ N° 11, p. 5.

En effet, le degré d'ouverture financière internationale (mesuré par la somme des actifs et engagements extérieurs des pays en pourcentage du PIB) a plus que doublé au cours de ces dernières années, pour passer de 150 % à 350 % du PIB mondial en 2007, avec une nette accélération durant les années 2000. Cette accélération de l'intégration financière mondiale a reflété une combinaison de divers facteurs conjoncturels et structurels¹ :

- La poursuite de l'innovation et du développement financier aussi bien dans les économies émergentes que dans les économies développées a accéléré l'intégration financière mondiale. Le vif essor des activités bancaires internationales, couplé à l'extension des intérêts étrangers dans les institutions financières, et la tendance croissante de ces dernières à se financer sur les marchés de capitaux internationaux ont joué un rôle important surtout dans la période antérieure à la crise.
- La réduction des contrôles de capitaux à l'échelle mondiale a également joué un rôle majeur dans cette évolution.

¹ OCDE 2011, op cit, pp. 318,320.

- La croissance rapide des échanges a également contribué à l'intégration financière mondiale par la création de crédits commerciaux et de contrats d'assurance à l'exportation. En fait, les flux internationaux de capitaux ont augmenté près de trois fois plus que le commerce mondial entre 1994 et 2007.
- Dans les pays avancés, après la création de l'euro, l'élimination de la prime de risque de change au sein de la zone euro a contribué à une intégration financière européenne plus poussée.
- Les opportunités d'investissements se sont multipliées dans de nombreuses économies émergentes, qui ont aussi bénéficié d'une nette diminution du biais domestique, même si la plupart des flux continuent de se produire entre les pays avancés.
- L'impact de ces changements structurels a été exacerbé jusqu'en 2007 par des facteurs cycliques, notamment une période prolongée de faiblesse des taux d'intérêt dans les pays avancés et une épargne exceptionnelle des pays exportateurs de produits de base.

➤ **L'évolution des mouvements internationaux de capitaux vers les pays en développement :**

Depuis le milieu des années 1970, les flux de capitaux étrangers vers les pays en développement ont augmenté de façon remarquable, mais ils se sont montrés très instables. L'accélération de la mondialisation financière, aiguillonnée par la libéralisation et la déréglementation de grande ampleur des systèmes financiers partout dans le monde, a conduit à un accroissement rapide des flux internationaux de capitaux, ces flux ont bondi de 500 milliards de dollars en 1980, soit 4 % du PIB mondial et 25 % de la valeur du commerce international, à 12 000 milliards de dollars en 2007, soit 21 % du PIB mondial et 84 % de la valeur du commerce international¹. Pour une bonne part, ces mouvements de capitaux ont eu lieu entre pays développés, pays qui ont représenté 80 % du stock d'avoirs financiers extérieurs en 2007².

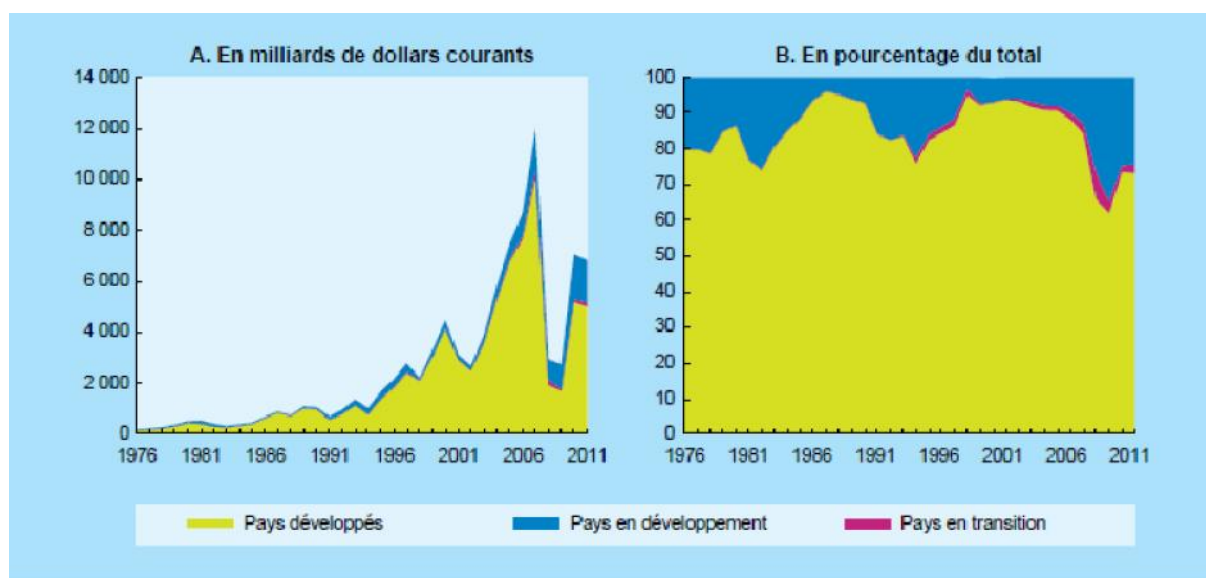
La place relative des pays en développement en tant que destinataires des flux internationaux de capitaux a varié sensiblement au cours des dernières décennies. Les entrées de capitaux de ces pays ont augmenté entre 1976 et 1982, puis à nouveau entre 1991 et 1996,

¹ CNUCED (2013), "rapport sur le commerce et le développement", rapport du secrétariat de la conférence des nations unies sur le commerce et le développement, nations unies. New York et Genève 2013, pp. 112.

² Lund S., Daruvala T., Dobbs R., Härle P., Hwek J-H and Falcón R (2013). Financial globalization: Retreat or reset? Global Economic Watch, McKinsey Global Institute, McKinsey & Company.

avant, dans les deux cas, de diminuer fortement. La part des pays en développement dans le total des entrées de capitaux a atteint son niveau le plus élevé peu après le début de la crise financière mondiale (26,4 % des entrées totales au cours de la période (2008-2011), du fait non seulement d'une augmentation des flux vers les pays en développement, mais aussi d'une chute prononcée des flux vers les pays développés¹.

Figure (I.5) : entrées nettes de capitaux par catégories de pays, 1976-2011



Source : CNUCED (2013), op cit, p. 114.

Section 3. Intégration financière et croissance économique : avantages et coûts

Théoriquement, on attend de la libéralisation une répartition optimale de l'épargne mondiale, une meilleure allocation productive ainsi qu'une contribution à la croissance et au bien être global. Parallèlement aux avantages, une libéralisation désordonnée peut avoir des conséquences désastreuses, notamment en termes de volatilité de la production et de la consommation.

Dans cette section, nous allons étudier les avantages théoriques de l'intégration financière internationale, ainsi que, ces différentes conséquences en termes de croissance économique.

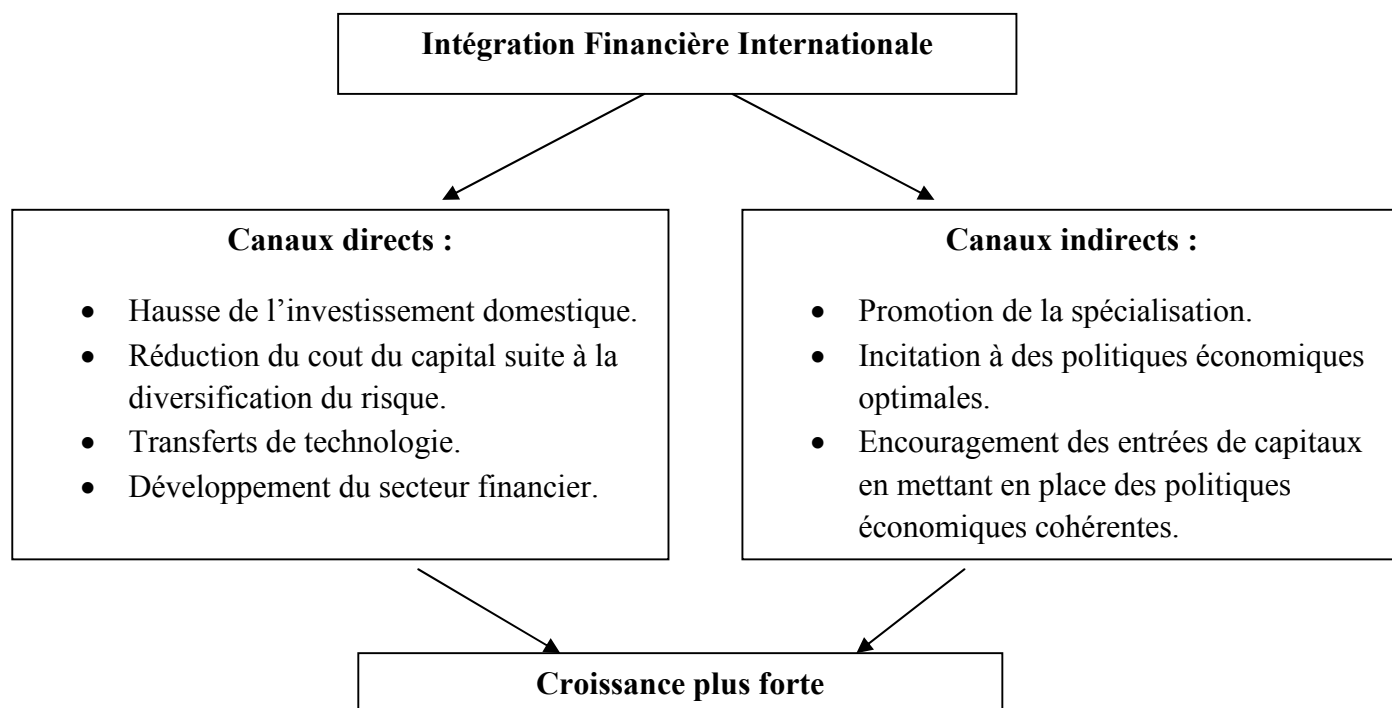
¹ CNUCED (2013), op cit, p. 113.

I. Les avantages théoriques potentiels de l'intégration financière et ses effets sur la croissance économique

1. Intégration financière et croissance économique: les canaux de transmission

Les modèles théoriques ont identifié un certain nombre de canaux par lesquels l'intégration financière internationale peut contribuer à relever le niveau de croissance des pays en développement et en transition. La figure ci-dessous fournit un récapitulatif schématisé de ces canaux possibles.

Figure (I.6) : Les canaux à travers lesquels l'intégration financière affecte la croissance économique



Source: Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J., Kose A. (2003), “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”, International Monetary Fund (FMI), p. 24.

Certains de ces canaux affectent directement les déterminants de la croissance économique à travers des canaux directs. Et, il existe d'autres canaux indirects par lesquels l'intégration financière pourrait aussi affecter positivement le taux de croissance économique. Selon E. Prasad et al (2003), ces canaux indirects pourraient, dans certains cas, être encore plus importants que les canaux directs¹.

¹ Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J., Kose A. (2003), op cit, p.5.

1.1 Les canaux directs

Théoriquement, l'intégration financière peut contribuer à la croissance économique via les canaux directs suivants :

1.1.1 La hausse de l'investissement domestique

Selon la théorie économique, l'intégration financière devrait être associée d'une déconnexion entre épargne et investissement domestiques. Autrement dit, permettent de séparer l'épargne intérieure et l'investissement national. En effet, l'ouverture financière permet à un pays disposant d'une épargne excessive sur une période donnée de profiter d'opportunités d'investissement à l'étranger et de ce fait, l'épargne devrait se diriger vers les régions du monde qui offrent les meilleurs rapports « rendement/risque ». Et inversement, l'investissement intérieur ne dépendra pas du volume de l'épargne domestique, parce qu'il peut être financé par l'épargne étrangère.

Ce transfert de flux de capitaux entre pays développés et pays en développement et/ou en transition permet à ces pays d'atteindre des niveaux de bien être plus élevés et une croissance plus forte. Il permet d'accroître l'investissement dans les pays pauvres en capital tout en fournissant un taux de rendement plus important, difficile à obtenir dans les pays industrialisés¹.

1.1.2 La réduction du cout du capital par une meilleure allocation mondiale du risque

D'après P. Henry (2000)², les modèles de détermination des prix des actifs internationaux affirment que l'intégration des marchés financiers par le processus de la libéralisation peut améliorer l'allocation du risque et cela pour deux raisons essentielles : premièrement, l'accroissement des possibilités de partage des risques entre investisseurs résidents et investisseurs étrangers peut favoriser la diversification des risques, ce qu'il encourage en retour les entreprises à augmenter leur investissement total, renforçant ainsi la croissance. Deuxièmement, à mesure que les flux de capitaux augmentent, le marché boursier local devient plus liquide, ce qui pourrait diminuer encore la prime de risque, abaissant ainsi le cout de mobilisation du capital.

¹Syssoyeva, I. (2010), op cit, p. 153.

² Henry, P.B. (2000a), "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices". Journal of finance, Vol 55 (April), pp. 52-64.

1.1.3 Les transferts du savoir-faire technologique et des méthodes de gestion

Les économies financièrement intégrées semblent attirer une part importante de flux d'IDE¹ qui est particulièrement favorable pour la croissance. En effet, ce type de capitaux est susceptible d'entraîner des transferts de technologie, des transmissions de savoir faire et de meilleurs méthodes de gestion². Ces transferts contribuent à stimulation de la croissance économique.

1.1.4 La stimulation du développement du secteur financier intérieur

Comme nous l'avons cité plus haut, les flux d'investissement de portefeuille internationaux permettent le développement du marché financier domestique, en rendant ces marchés plus liquide. Aussi, d'après R. Levine (1997)³, une participation étrangère accrue dans les banques locales peut à son tour procurer des avantages considérables. En effet, la présence des banques étrangères peut rendre l'accès aux marchés internationaux de capitaux plus faciles et peut aussi favoriser l'amélioration du cadre réglementaire et de contrôle du secteur bancaire local. les banques étrangères introduisent souvent une variété de nouveaux instruments et techniques financières qui suscitent l'apparition d'améliorations technologiques sur les marchés domestiques. En outre, l'entrée des banques étrangères tend à accentuer la concurrence ce qui participe à l'amélioration de la qualité des services financiers locaux.

1.2 Les canaux indirects

1.2.1 La promotion de la spécialisation

L'idée que la spécialisation de la production peut accroître la productivité est assez intuitive. Cependant, en l'absence de tout mécanisme de gestion de risque, une structure de production fortement spécialisée pourrait provoquer une forte instabilité de la production et, en conséquence, une forte volatilité de la consommation donc ce risque d'une hausse de l'instabilité peut dissuader les pays d'entreprendre des activités de spécialisation bénéfiques à la croissance⁴. Ainsi, une instabilité plus élevée provoque aussi en général des taux d'épargne et d'investissement globalement plus faibles. Selon la théorie économique, en aidant les pays

¹ Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J., Kose A. (2003), op cit, p 25

² Borensztein, E., De Gregorio, J., Lee, J-W. (1998), "How does foreign direct investment affect economic growth?", Journal of International Economics, No. 45 (1998), pp. 115-135; ou NBER Working Paper No. 5057.

³ Levine, R. (1997), op cit.

⁴ Syssoyeva, I. (2010), op.cit, p 155.

à exercer le partage international des risques, l'intégration financière pourrait diminuer la volatilité de la consommation dans les pays. Plus précisément, le partage des risques au niveau international encourageraient directement la spécialisation qui, elle-même, augmenterait le taux de croissance¹.

1.2.2 L'incitation à de meilleures politiques économiques

Une des autres façons selon lesquelles l'intégration financière internationale pourrait accroître la productivité d'un pays est de pousser les dirigeants politiques de ce pays à s'engager de façon crédible à poursuivre de politiques macroéconomiques optimales. En effet, la discipline imposée par l'intégration financière pourrait modifier la dynamique de l'investissement national d'un pays dans la mesure où elle mène à une allocation plus efficace du capital c'est-à-dire une réallocation du capital vers des secteurs plus productifs en réaction aux changements des politiques macroéconomiques².

1.2.3 L'encouragement des entrées de capitaux

La décision d'un pays de suivre le chemin de l'intégration financière peut être interprétée comme un signal que les politiques macroéconomiques de ce pays vont devenir plus accueillantes pour l'investissement étranger. L. Bartolini et A. Drazen (1997)³ indiquent que la suppression des restrictions aux mouvements de capitaux peut, par son effet de signal, provoquer une hausse des entrées de capitaux et, donc, l'accroissement du niveau d'investissement dans le pays nécessaire pour la croissance du PIB.

2. Un nouveau cadre d'analyse : les avantages collatéraux de l'intégration financière et leurs impact sur la croissance

Théoriquement, l'intégration financière exerce un effet bénéfique sur la croissance et réduit l'instabilité macroéconomique, tandis qu'empiriquement, il s'est avéré difficile d'identifier d'une façon claire, forte et robuste une relation causale entre ces deux phénomènes. Donc, pour essayer de comprendre la raison selon laquelle les études empiriques

¹ Syssoyeva. I, (2010), ibid.

² Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J., Kose A. (2003), op cit, p 25

³ Bartolini, L., Drazen, A. (1997), "Capital-Account Liberalization as a Signal", American Economic Review, Vol. 87 (March), p. 138.

conduisent à des conclusions différentes, M. Kose et al (2006)¹ ont proposé *un nouveau cadre conceptuel*.

En effet, ce cadre met l'accent sur l'importance des canaux indirects de transmission entre l'ouverture financière et la croissance. Selon ces auteurs, l'amélioration de l'accès aux capitaux a certes des effets directs non négligeables sur la croissance, mais, il est bien plus important de comprendre comment les flux de capitaux engendrent ce qu'ils appellent les avantages collatéraux potentiels de l'intégration financière. Selon Kose et al (2009b)², l'intégration financière internationale sert de catalyseur important pour un certain nombre d'avantages indirects, qu'ils appellent « avantages collatéraux potentiels ». Ces avantages collatéraux pourraient augmenter l'efficacité et, par la suite, la productivité totale des facteurs. Or, d'après M. Kose et al (2006), c'est précisément par ces canaux que l'intégration financière génère de la croissance³. La figure élaborée par ces auteurs illustre bien ces canaux.

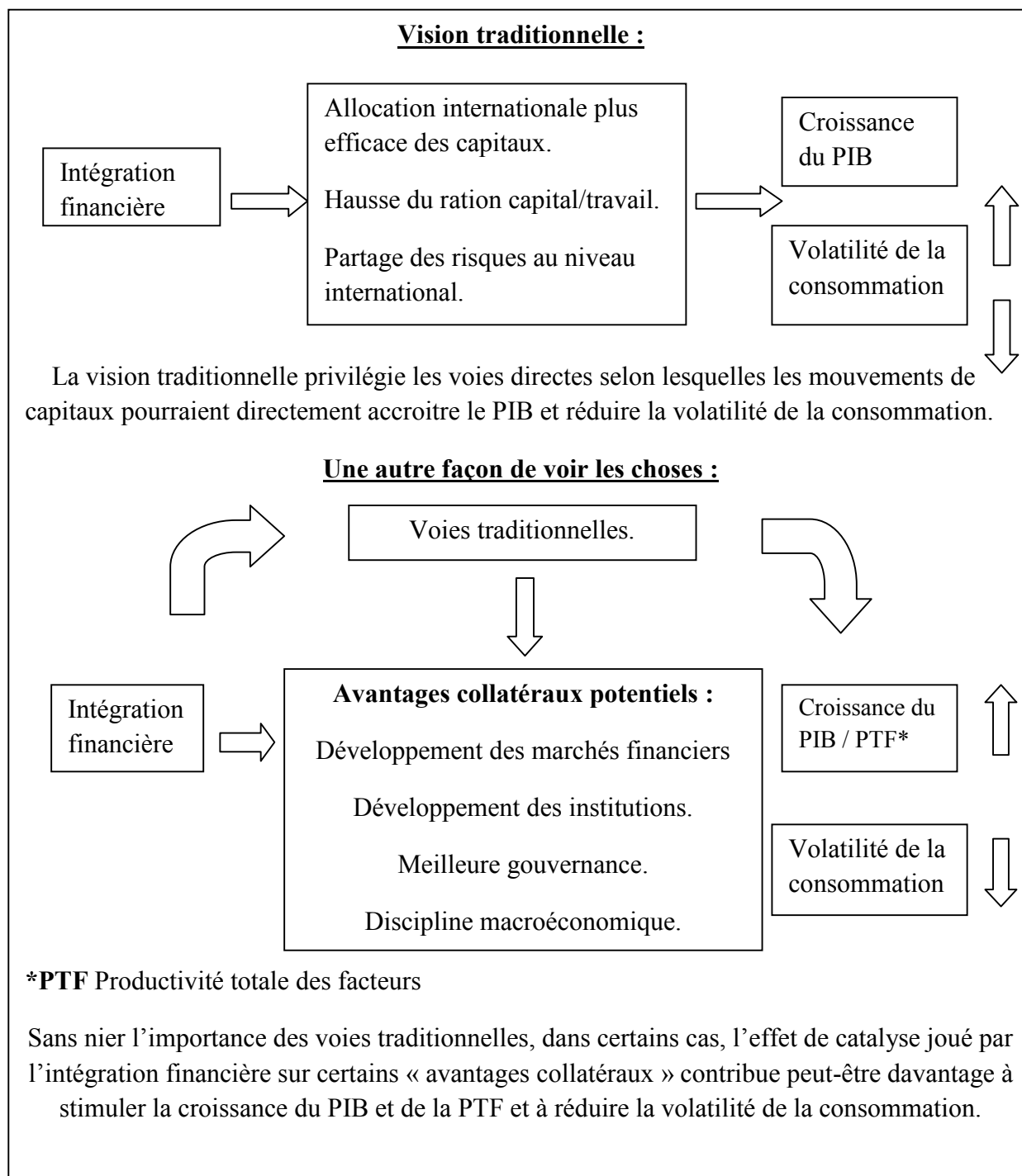


¹ Kose, M.A., Prasad, E.S., Rogoff, K., Wei, S.-J. (2006), op cit.

² Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K. et Wei S.J. [2009b], "Financial Globalization and Economic Policies", *IZA Discussion Paper*, n°4037.

³ Kose, M.A., Prasad, E.S., Rogoff, K., Wei, S.-J. (2006), op. cit, p. 33.

Figure (I.7): Les avantages collatéraux potentiels de l'intégration financière
(L'intégration financière apporte des avantages)



Source : M. Kose et al (2006), op cit, p. 5

2.1 Les avantages collatéraux potentiels de l'intégration financière

Comme nous l'avons cité plus haut, d'après M. Kose et al (2006), l'intégration financière peut avoir des avantages collatéraux importants et ceci dans trois domaines : le développement du secteur financier, la qualité des institutions et les politiques macroéconomiques.

2.1.1 Le développement du marché financier domestique

Selon un nombre croissant d'études, l'ouverture financière (les flux financiers internationaux) sert de catalyseur au développement du marché financier local. De nombreux travaux indiquent que la présence des banques étrangères dans un pays peut apporter plusieurs avantages. En effet, la présence étrangère dans le secteur bancaire local peut participer à faciliter l'accès d'un pays aux marchés financiers internationaux, améliorer la qualité des prêts et la surveillance bancaire, fournir de nouveaux instruments et des technologies financières, renforcer la confiance des déposants locaux dans les systèmes bancaires domestiques. Quand aux marchés d'actions, la théorie la plus répandue est que l'arrivée d'entreprises étrangères accroît l'efficacité de ces marchés¹. En fait, une fois libéralisés, les marchés boursiers tendent à devenir plus grands et plus liquides.

Il y a aussi l'étude de M. Klein et G. Olivei (1999/2006)², qui confirme également que l'intégration financière internationale participe au développement du secteur financier. Ces auteurs ont prouvé que, dans les pays ouverts financièrement, le degré de développement du secteur financier national est plus haut que dans les économies qui maintiennent des restrictions sur les capitaux.

2.1.2 Le développement institutionnel et la meilleure gouvernance

Un autre aspect traité dans la littérature récente sur « les avantages collatéraux » concerne la relation entre l'intégration financière et la gouvernance/gestion des entreprises. Selon les résultats empiriques, l'intégration financière a mené un certain nombre de pays à l'amélioration de la gouvernance/gestion des entreprises domestiques pour mieux les adapter à la concurrence étrangère et aux besoins des investisseurs internationaux.

¹ Levine, R., Zervos, S. (1998), op cit, p 951

² Klein, M., Olivei, G. (1999/2006), "Capital Account liberalization, Financial Depth, and Economic Growth", *NBER Working Paper No. 7384*.

Par exemple, R. Stulz (2005), a identifié de nombreux canaux à travers lesquels l'intégration financière pourrait améliorer la gouvernance/gestion des entreprises et, de ce fait, diminuer le coût du capital. Selon cet auteur, les investisseurs internationaux peuvent avoir de meilleures qualifications professionnelles et des moyens informatiques d'un niveau supérieur à celui du pays d'accueil, ce qui leur permet de mieux assurer la gestion des entreprises par rapport aux investisseurs nationaux. En plus, il affirme que l'intégration financière réduit certains problèmes d'agence (agency problems) en diminuant le coût du financement externe et, de ce fait, incitant les entreprises domestiques à choisir le financement externe afin d'améliorer leur gouvernance¹. Concernant la relation entre l'intégration financière et la gouvernance publique, selon (S-J. Wei, 2000)², la mauvaise gouvernance publique, représentant de la sévérité de la corruption dans le pays, peut décourager les entrées d'IDE, tandis que la mauvaise gouvernance, résultant de l'absence de transparence du gouvernement, peut réduire des entrées des investissements de portefeuille³.

2.1.3 La discipline macroéconomique

L'intégration financière peut contribuer également à conduire les pays à plus de discipline sur le plan macroéconomique, et cela, en encourageant ces pays à adopter de bonnes politiques. Puisque l'intégration financière, dans certains cas, peut augmenter la vulnérabilité d'un pays aux sorties massives de capitaux étrangers, elle peut aussi être reconnue comme un signal pour la mise en place de politiques macroéconomiques plus saines afin de diminuer les risques de fuites de capitaux et/ou de réduire les effets négatifs. D'après J. Stiglitz (2000)⁴, les pays sont « forcés » d'avoir de bonnes politiques économiques, de peur de sorties massives de capitaux⁵.

Concernant la politique monétaire, dans les pays financièrement intégrés, elle semble fournir de meilleurs résultats (surtout sur le plan de l'inflation) par rapport aux autres pays

¹ Stulz, R. (2005), "the limits of Financial Globalization", *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 4(August), pp. 1595-1637, p.1632, cite dans Syssoyeva. I, (2010), op.cit, p. 171.

² Wei, S-J. (2000), "How Taxing is Corruption on International Investors?", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, No. 1 (February), p. 8.

³ Gelos, R. G., Wei, S-J. (2005), "Transparency and International Portfolio Holdings", *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 6 (December), p. 3012.

⁴ Stiglitz, J. (2000), "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", *World Development*, Vol. 28, No. 6, pp. 1075-1086, p. 1080.

⁵ En même temps, l'auteur précise que c'est surtout l'envie d'acquiescer et de préserver (garder) les IDE qui peut garantir une discipline macroéconomique et politique dans le pays.

ayant un compte de capital fermé. K. Rogoff (2004)¹ affirme que l'intégration financière peut stimuler la concurrence sur les marchés des biens et sur le marché du travail, qui, à son tour, contribue à la baisse du niveau des prix et à l'augmentation des salaires et à la flexibilité des prix, rendant de ce fait les actions des politiques monétaires moins importants et plutôt transitoires. En conséquence, il y aura moins d'incitations pour que les banques centrales poursuivent leurs politiques inflationnistes.

Pour conclure nous pouvons dire que l'intégration financière exerce un effet de catalyse sur divers facteurs positifs pour la productivité. En effet, il est encourageant de constater que l'intégration financière agit par des canaux indirects, mais, il ne faut surtout pas surestimer les avantages collatéraux et négliger le rôle des canaux traditionnels.

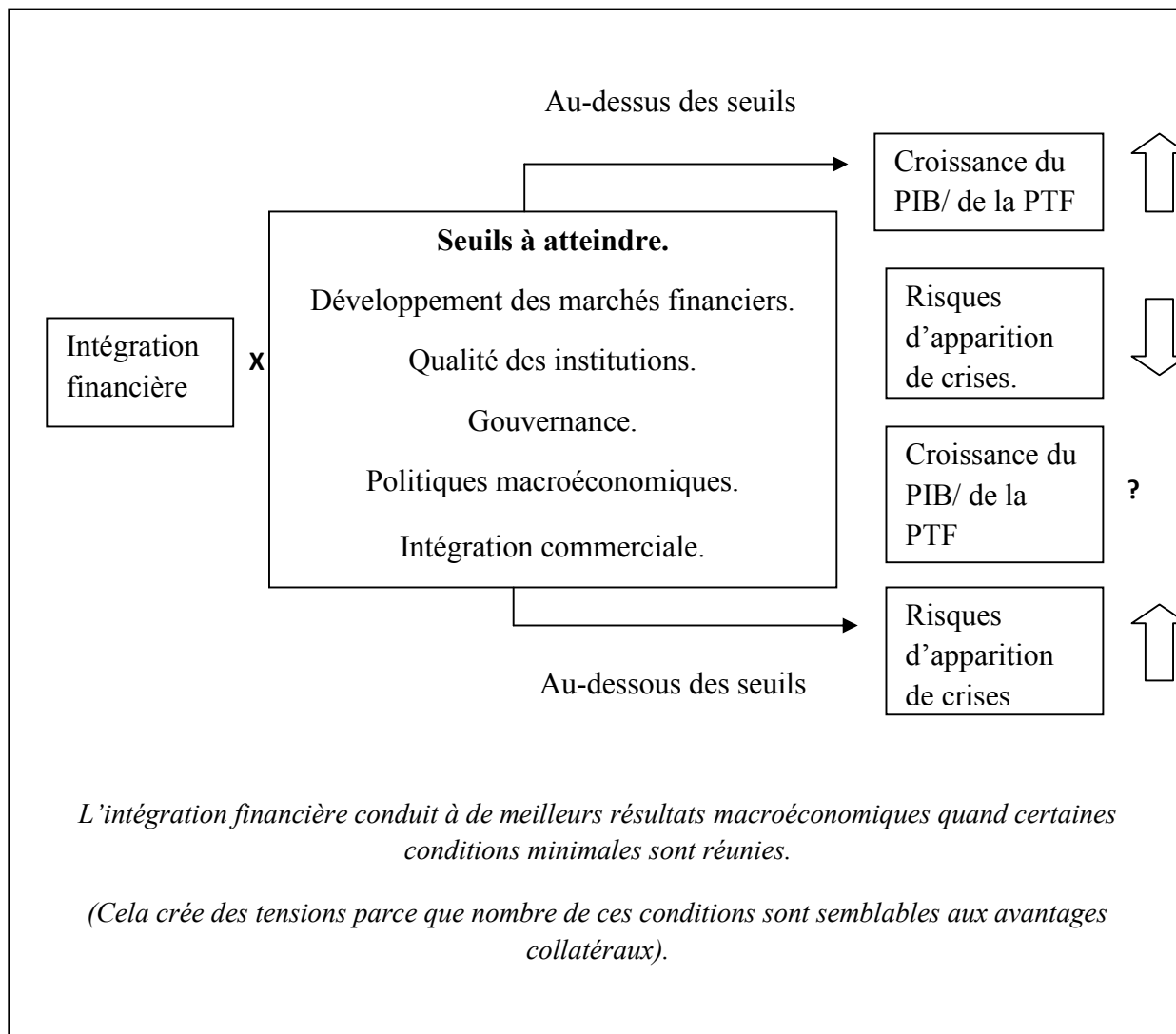
2.2 Les effets de seuil entre l'intégration financière et la croissance

Toutefois, il existe certains indices d'un « effet de seuil » dans le lien entre l'intégration financière et la croissance économique. Ces effets sont de diverses natures, certaines études mettent en avant l'importance du degré de développement financier (Baillu (2000), Wurgler (2000), Alfaro et al (2006), Aoki et al (2010)...) et celui institutionnel (Klein (2005), Alfaro et al (2003,2007)), d'autres insistent sur la présence d'un effet de seuil lié à la qualité des politiques macroéconomiques nationales (S. Ishii et al (2002), Kose et al (2006)), et, d'autres modèles théoriques étayent la nécessité de l'adoption de politiques de stabilité et d'ouverture commerciale². Généralement, c'est dans un pays qui possède une certaine capacité d'absorption qu'on détecte les avantages de l'intégration financière. En fait, l'existence de certaines conditions de base ou l'atteinte de certains seuils font que la balance penche plus en moins fortement du côté des coûts ou du côté des avantages. Selon Kose et al (2006, 2009b), il existe une grande similitude entre la liste des avantages collatéraux de l'intégration financière internationale et celles des conditions de seuil évoquées ci-dessus, et ce, conformément à la figure suivante élaborée par Kose et al (2006).

¹ Rogoff K. (2004) «Globalisation and Global Disinflation »,paper presented at the 2003 Federal Reserve Bank of Kansas City conference on Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy, Jackson Hole Wyoming, p. 20, cite par, Irina, Sysoyeva. (2010), op cit, p. 172.

² Azzabi. S, (2012), op cit, p 40

Figure (I.8) : Effets de seuil entre l'intégration financière et la croissance
(L'intégration financière peut apporter des avantages...mais les conditions initiales compliquent tout)



Source : M. Kose et al. (2006), op cit, p. 6.

Les conditions qui doivent être réunies au préalable pour que l'ouverture financière apporte ces effets bénéfiques à un pays en termes de croissance tout en diminuant les risques de crise sont les suivant :

2.2.1 Le développement du secteur financier

La première de ces conditions réside dans le développement du secteur financier national. Selon Kose et al (2009)¹, le développement du système financier, non seulement, renforce les bienfaits en termes de croissance attendus d'une politique d'ouverture financière, mais réduit également la vulnérabilité aux crises financières et ce, à travers des canaux à la fois directs et indirects. D'après Aoki et al (2010)² et Wurgler (2000)³, des marchés financiers intérieurs convenablement développés sont de nature à garantir une allocation efficace des capitaux étrangers, en les orientant vers les projets d'investissement les plus profitables.

En utilisant un vaste échantillon composé de soixante-sept pays (1970-1995), N. Hermes et R. Lensink (2003)⁴ ont conclu que le développement du système financier local est une pré-condition, la plus importante, pour que les IDE affectent favorablement la croissance économique. En fait, un système financier bien développé contribue d'une meilleure façon au processus de transfert de technologie et de connaissance par l'intermédiaire des IDE. En plus, le développement du système financier peut avoir aussi un impact favorable sur la stabilité macroéconomique, qui, à son tour, se répercute sur le volume et la composition des flux de capitaux étrangers.

Cependant, la libéralisation du secteur financier domestique peut, dans certains cas, contribuer au déclenchement de nombreuses crises parfois attribuées à l'intégration financière et cela si cette libéralisation a été mal gérée ou insuffisante. En effet, S. Ishii et al (2002)⁵ confirment que les pays disposant d'un secteur financier bien développé échappent généralement aux crises financières qui, dans certains cas, apparaissent après la libéralisation du compte de capital. Tandis que les pays dont le secteur financier sous développé est mal supervisé souffrent de ces crises.

¹ Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K. et Wei S.J. [2009b], op.cit. p. 18-19

² Aoki K., Benigno G. et Kiyotaki N. (2010), « Adjusting to Capital Account Liberalization », CEP Discussion Paper, n°1014.

³ Wurgler J. (2000), "Financial Markets and the Allocation of Capital", Journal of Financial Economics, vol. 58, n°1-2, p.187-214.

⁴ Hermes, N., Lensink, R. (2003), "Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth", Journal of Development Studies, Vol 40, No 1 (October) pp. 142.163.

⁵ Ishii, S., Habermeier, K., Laurens, B., Leimone, J., Vadasz, J., Canales-Kriljenko, J.I. (2002), "Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability", IMF Occasional paper No. 211, International Monetary Funds.

2.2.2 La qualité des institutions

D'après M. Kose et al (2006), la qualité institutionnelle semble jouer un rôle important en déterminant les effets de l'intégration financière. Kose et al (2009) ont avancé que la qualité de la gouvernance publique et privée, le cadre juridique, le niveau de la corruption et le degré de transparence du gouvernement sont autant de facteurs susceptibles d'affecter l'allocation des ressources dans une économie, ces facteurs (en relation avec la qualité institutionnelle) importent beaucoup pour les pays ouverts financièrement¹.

En travaillant sur un échantillon de soixante-douze pays pendant la période 1970-2000, L. Alfaro, S. Kalemli-Ozcan, et V. Volosovych (2006)² ont essayé, dans leur étude, de comprendre la raison selon laquelle l'excès d'épargne des pays riches en capital ne se transfère pas comme ceci est prédit par les modèles néoclassiques, vers les pays pauvres en capital. Les résultats de cette étude suggèrent que la qualité institutionnelle est le facteur le plus important déterminant des mouvements de capitaux vers les pays émergents. Et, si les secteurs financiers de ces pays ne sont pas assez solides, alors les pays n'arrivent pas à attirer des investissements étrangers.

En plus, P. Collier, A. Hoeffler, and C. Pattilo (2001) ont montré que l'intégration financière, parfois, peut même provoquer des sorties de capitaux des pays pauvres possédant des institutions de mauvaise qualité, vers les pays développés ayant des institutions plus développées³. Les résultats obtenus par ces auteurs se basent sur une analyse portant sur un échantillon composé de quarante-trois pays au cours des années 1980.

La qualité des institutions locales peut aussi influencer sur la nature des flux de capitaux entrant dans les pays. Dans leurs travaux, S.-J. Wei (2000)⁴ ainsi que S.-J. Wei et Y. Wu (2001)⁵ qui porte sur un échantillon composé de cent-trois pays (dix-huit pays de l'OCDE et quatre-vingt-cinq pays en développement) pour la période 1980-1996, concluent que, les pays disposant de meilleures institutions publiques attirent davantage de l'IDE par rapport aux

¹ Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K. et Wei S.J. [2009b], op.cit, cite dans Azzabi. S, (2012), op cit, p. 46.

² Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., et Volosovych, V. (2006), "Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions", <http://www.people.hbs.edu/lalfaro/>.

³ Collier, P., Hoeffler, A., Pattillo, C. (2001), "Fight Capital as a portfolio Choice", World Bank Economic Review, Vol. 15, No. 1, pp. 55-80, cite dans Syssoyeva. I (2010), op cit, p 176

⁴ Wei, S.-J. (2000), op.cit

⁵ Wei, S.-J., Wu, Y. (2001), "Negative Alchemy? Corruption, Composition of Capital Flows, and Currency Crises", NBER Working Paper No. 8187, pp. 21-22

crédits bancaires, ce qui pourrait accroître les avantages collatéraux de l'intégration financière. En effet, les flux de capitaux sous la forme de crédits bancaires pourraient être une des causes d'apparition des crises de change.

2.2.3 La qualité des politiques macroéconomiques nationales

La qualité des politiques macroéconomiques constitue, selon de nombreuses études récentes, un déterminant important de la composition des entrées de capitaux, ainsi que de la vulnérabilité d'un pays aux crises financières. D'après Wyplosz (2004)¹, l'adoption de politiques intérieures saines et transparentes, quelles soient macro ou microéconomiques, constitue une condition nécessaire mais non suffisante pour échapper à la vulnérabilité aux crises financières dans un contexte d'ouverture. Eichengreen (2000) défend l'idée selon laquelle une intégration financière réussie exige l'adoption de bonnes politiques macroéconomiques qui requiert à son tour, le développement des institutions nationales (politiques et financières)².

Concernant le régime du taux de change, d'après M. Kose et al (2006), dans un pays possédant d'un système financier fragile c'est-à-dire avec un régime du taux de change fixe, il n'est pas raisonnable de combiner la politique de libéralisation du compte de capital avec ce type de régime, parce que cela risque de rendre ce pays plus vulnérable aux apparitions de crises³.

2.2.4 L'intégration commerciale

La littérature théorique récente met en évidence la présence d'un effet de seuil entre l'intégration financière et la croissance économique, lié au degré d'ouverture commerciale. Selon Kose et al (2006), celle-ci offre une meilleure relation entre les coûts et les avantages que l'intégration financière. Ainsi, cette littérature conforte les arguments théoriques formulés dans des travaux plus anciens selon lesquels il est important de procéder à la libéralisation commerciale avant la libéralisation du compte de capital.

¹Wyplosz C. (2004), "Financial Instability in Emerging Market Countries: Causes and Remedies", paper presented at the *Forum on Debt and Development (FONDAD)* Conference "Stability, growth and the search for a new development agenda: reconsidering the Washington Consensus", Santiago, Chile.

²Eichengreen, B. (2000), "Taming Capital Flows", *World Development*, Vol. 28, No. 6, p. 1114.

³Kose, M.A., Prasad, E.S., Rogoff, K., Wei, S.-J. (2006), op.cit. P. 47.

L'intégration commerciale améliore les effets positifs de l'intégration financière via divers canaux. D'après Kose et al (2006), l'intégration commerciale peut réduire la probabilité d'apparition des crises liées à l'ouverture financière et atténuer les coûts d'une telle crise, si elle se produit. En effet :

D'un côté, l'intégration commerciale contribue à réduire la possibilité d'apparition des crises financières liées aux arrêts soudains des entrées de capitaux et aux renversements des soldes des comptes courants. En fait, les économies plus fermées doivent subir les plus grandes dépréciations de leur taux de change réel pour un ajustement donné de leur compte courant ; elles font face aux graves effets provoqués par ces dépréciations, et, en conséquence, elles sont incapables de faire face à leurs engagements financiers vis-à-vis d'autres pays¹. D'après Kose et al (2006), ce lien entre la probabilité des arrêts soudains des afflux de capitaux et la probabilité de défaut, implique que les économies plus ouvertes sont moins vulnérables aux arrêts soudains des entrées de capitaux en raison de leur probabilité infime de défaut².

I. Frankel et E. Cavallo (2004) ont étudié les quatre-vingt-six épisodes de « sudden stops » (arrêts soudains des entrées de capitaux étrangers) durant la période 1970-2002. Les deux auteurs ont obtenu les mêmes résultats, ils ont trouvé que l'ouverture commerciale rend les pays moins vulnérables aux arrêts inattendus d'entrées de capitaux et à l'effondrement de la monnaie nationale. Ils ont conclu que l'accroissement de l'ouverture commerciale de dix pourcent participe à la réduction de la probabilité d'un arrêt soudain des entrées de capitaux d'environ trente pourcent³.

Dans la même lignée, A.K. Rose (2002)⁴ a souligné que les investisseurs internationaux préféreraient certainement investir ailleurs que dans un pays fermé au commerce international (faible ratio de commerce extérieur rapporté au PIB) et ce, vu le risque de défaut élevé qu'ils anticipent pour ce pays.

D'un autre côté, l'intégration commerciale pourrait jouer un rôle important dans l'atténuation des effets négatifs des crises financières sur la croissance économique et qu'elle pourrait donc aider les pays à sortir plus vite de ces crises. D'après Kose et al (2009),

¹ Syssoyeva. I (2010), op cit, p. 178.

² Kose, M.A., Prasad, E.S., Rogoff, K., Wei, S.-J. (2006), op.cit. P.49.

³ Frankel, J. Cavallo, E. (2004), "Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops or Less ? Using Gravity to Establish Causality", NBER Working Paper No. 10957, p. 19.

⁴ Rose A.K. (2002), "A Reason Why Countries Pay their Debts: Renegotiation and International Trade", *NBER Working Paper*, n°8853.

l'ouverture commerciale facilite, pour les pays en situation de crises, la reprise de leur activité économique et le remboursement de leur dette extérieure : afin de sortir des situations de crises les pays moins ouverts sur l'extérieur doivent recourir à de larges contractions de la demande globale ou/et de larges dépréciations réelles de change¹. Puisque la dépréciation du taux de change, dans un pays ouvert vers l'extérieur, aurait un impact plus important sur ces revenus d'exportation que dans une économie plutôt fermée, l'intégration commerciale dans ce cas, pourrait aider une économie en développement à sortir plus vite de la récession.

L'étude de G. Calvo and E. Talvi (2005)² qui indique que, dans les années 1990, au moment du « sudden stop » grâce à l'ouverture commerciale, les dégâts provoqués par la crise Russe (1998) ont été moins importants au Chili (qui était commercialement plus ouvert) qu'en Argentine.

Or, comme il a été cité plus haut, l'intégration financière participe à l'amélioration de la croissance économique dans un pays soit par les canaux directs, soit de façon indirecte via un certain nombre d'avantage collatéraux potentiels susceptibles d'améliorer durablement la croissance et le bien-être. En outre, les pays qui libéralisent leur compte de capital avant que certaines pré-conditions préalables n'aient été remplies, risquent de devoir attendre plus longtemps les effets positifs escomptés, et d'être plus vulnérables aux arrêts soudains des entrées de capitaux. Selon Kose et al (2006) le seuil relatif au degré d'intégration lui-même est différent pour chaque pays. Comme on le sait, les pays développés, dont l'intégration aux marchés financiers mondiaux est largement plus avancée, réussissent mieux à utiliser efficacement les flux internationaux de capitaux que les pays émergents/en transition. Et d'après les mêmes auteurs, bien que les risques ne puissent pas être totalement écartés, il est possible d'arriver à un meilleur rapport coûts-avantages de l'intégration financière³. Quoiqu'il en soit, il n'existe malheureusement pas de méthode universelle à recommander aux pays qui décident de déréglementer les opérations en capital.

¹ Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K. et Wei S.J. (2009b), op.cit. 24-25

² Calvo, G., Talvi, E. (2005), "Sudden Stop, Financial Factors, and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile", NBER Working Paper No. 11153, p. 30.

³ Kose, M.A., Prasad, E.S., Rogoff, K., Wei, S.-J. (2006), op.cit. p. 52.

II. Les risques liés à l'intégration financière

Le contenu de cette partie réside dans la présentation de la façon dont l'intégration financière peut contribuer à accroître les risques de l'apparition de crises, si elle ne s'accompagne pas de mesures de surveillance et de réglementation prudentielles cohérentes et rigoureuses, et de politiques macroéconomiques intérieures saines et adéquates. Théoriquement, une libéralisation désordonnée peut avoir des conséquences désastreuses, notamment en termes de volatilité de la production et de la consommation.

1. L'intégration financière et les crises financières :

D'après (Kitchin,(1923)¹, Juglar (1862)², Kondratiev (1926)³), le concept de crise repose sur la nature cyclique de la croissance économique lors d'une chute de la production.

Selon le dictionnaire « Lexique Finance » :

- Le terme crise financière s'emploie pour désigner la déstabilisation du système bancaire et financier d'une ou de nombreuses économies. La crise financière inclut les monnaies, les institutions financières et le marché boursier.
- Une crise financière peut être de différentes natures et touche un seul ou plusieurs secteurs économiques
 - Elle peut se situer à différentes échelles planétaires régionale ou nationale, elle peut s'étendre par contagion et devenir internationale.
 - Elle peut avoir pour conséquence de ralentir l'économie mondiale voir de générer une crise économique et une récession.

Ces dernières années, plusieurs travaux théoriques et empiriques ont été réalisés afin de montrer l'existence d'une relation étroite entre les crises bancaires et financières et les politiques de libéralisation financière appliqués par les pays émergents et en développement. En fait, les crises financières peuvent être considérées comme des épisodes d'instabilité particulièrement spectaculaires. Le grand nombre de crises apparu au cours des trois, voire quatre dernière décennies, est souvent perçue comme l'une des caractéristiques de l'intensification de l'intégration financière. Prasad et al (2003) montrent dans leur étude que,

¹ Kitchin, J. 1923, "Cycles and Trends in Economic Factors", Review of Economics and Statistics. 1923, Vol. 5, 1, pp. 10-16.

² Juglar, C. 1862, "Des crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis, Paris : Guillaumin et Cie", Paris, 1862.

³ Kondratiev. N (1926), "Les vagues longues de la conjoncture".

le fait que les crises des dernières décennies du vingtième siècle ont principalement affecté des économies considérées comme les « mieux intégrées financièrement », fait que ces phénomènes sont considérés comme caractéristiques de la répartition inégale des avantages et des risques de l'intégration financière¹. Aussi, les innovations financières et réelles semblent avoir joué un rôle déterminant dans le déclenchement des processus conduisant aux crises financières qui ont été observées².

Alors la question qui se pose : est- ce que l'intégration financière est en cause dans l'apparition et dans la gravité des crises financières ?

D'après un certain nombre d'économistes, et comme nous l'avons cité auparavant, l'intégration financière peut, dans certains cas, avoir des effets indésirables sur l'économie nationale. En, effet, dans un monde bien intégré financièrement³:

- La situation d'accès aux marchés mondiaux de capitaux peut être de caractère pro-cyclique. Un grand nombre de pays en voie de développement/ en transition (y compris les pays producteurs de pétrole) ne peuvent emprunter qu'en période « favorable » alors qu'en période « défavorable », ils font face à des contraintes d'emprunt. De ce fait, ce caractère pro-cyclique de l'accès des pays en développement/ en transition aux capitaux étrangers peut, en fait, avoir un effet négatif sur la croissance économique de ces pays et participe à l'accroissement de l'instabilité macroéconomique.
- De plus, malgré que les entrées de capitaux puissent augmenter le taux d'investissement dans les pays d'accueils, leur effet sur la croissance à long terme peut être limité, si ces capitaux étrangers sont utilisés pour financer des investissements peu rentables et/ou peu productifs. En outre, cette mauvaise allocation de flux de capitaux étrangers peut faire diminuer la capacité du pays à exporter et, de ce fait, participer à l'apparition de risques de déséquilibres commerciaux importants⁴.
- Aussi, l'accroissement de l'intégration financière à travers des entrées massives de capitaux étrangers peut conduire à une perte de stabilité macroéconomique. Selon P-R.

¹ Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J., Kose A. (2003) op.cit. p. 46.

² Boyer, R., Dehove, M., Plihon, D. (2004), "Les crises financières", Rapport du Conseil d'Analyse Economiques (CAE) No. 50, novembre 2004, <http://www.cae.gouv.fr/>, p. 11.

³ Syssoyeva I. (2010), op cit, p 185-187.

⁴ Agénor, P-R. (2001), "Benefits and Costs of International Financial Integration : Theory and Facts", World Bank, Policy Research Working Paper No. 2699, p.14.

Agénor (2001)¹, de fortes entrées de capitaux peuvent avoir des effets macroéconomiques indésirables tels qu'une expansion monétaire rapide (en raison de la difficulté de la mise en place et du coût élevé de politiques de stérilisation « agressive »), des pressions inflationnistes (à cause de l'effet des entrées de capitaux sur les dépenses domestiques), l'appréciation du taux de change réel et la hausse des déficits du compte courant.

- Un pays ouvert financièrement peut encore être exposé à des risques liés à la volatilité et au renversement inattendu de flux de capitaux. Des sorties soudaines de capitaux peuvent fragiliser le système financier intérieur et mener à une crise financière. Les pays en développement sont autant plus exposés à ce risque puisque un grand nombre de ces pays recourent fréquemment à l'emprunt bancaire à l'étranger ou aux investissements de portefeuille d'investisseurs étrangers.
- Aussi, la contagion a joué un rôle particulièrement important dans la volatilité observée récemment sur les marchés internationaux de capitaux. En effet, selon E. Prasad et al (2003), ces flux de capitaux sont sensibles non seulement à la situation intérieure de pays récepteur, mais aussi à la situation macroéconomique des pays industrialisés².
- L'intégration financière peut aussi avoir des conséquences néfastes sur la croissance à cause de la pénétration bancaire étrangère (parfois excessives) sur le marché local. En effet, les banques étrangères peuvent réduire le nombre de crédit accordé aux petites et moyennes entreprises (produisant souvent des biens non-échangeables), et se concentrer sur les grandes entreprises, produisant essentiellement des biens échangeables. Dans le cas où les banques étrangères accordent des crédits seulement aux grandes firmes, leur présence sur le marché domestique ne peut pas vraiment contribuer à l'amélioration de l'efficacité du secteur financier intérieur. En outre, d'après Agénor, R-P (2001), le rationnement du crédit aux petites entreprises peut avoir un impact négatif sur la production, l'emploi et la répartition des revenus dans les pays d'accueil³.
- Aussi, la libéralisation financière externe, tout comme celle interne, peut aussi, en permettant l'entrée des banques étrangères sur le marché domestique, faire diminuer les marges et rendre les banques locales plus vulnérables aux pertes sur les prêts.

¹ Agénor, P-R. (2001), op.cit. p.15.

² Prasad E., Rogoff K., Wei S-J., Kose A. (2003), op.cit. p. 48.

³ Agénor P-R (2001), op.cit, p.18.

Pour conclure, nous présentons dans le tableau suivant comment le processus de libéralisation financière semble être accompagné par de graves crises.

Tableau (I.7): la libéralisation financière, facteur de crises ?

Domaine	Raisons théoriques	Evidences empiriques
Bancaire	▪ Inexpérience dans l'appréciation du risque. ▪ Durcissement de la concurrence entre banques. ▪ Perte de marché au profit de l'intermédiation directe.	▪ 18 des 26 crises bancaires ont été précédées d'une libéralisation financière (Kaminsky et Reinhart, 1998). ▪ La libération des taux d'intérêt accroît la probabilité de crise (Demirguc-Kunt, Detragiache, 1998).
Ouverture du marché boursier	▪ Favorise l'émergence de bulles spéculatives. ▪ Inexpérience des <i>traders</i> locaux.	▪ Bulle spéculative japonaise des années quatre-vingt.
Ouverture du compte de capital	▪ Rapidité de l'afflux des capitaux, puis de leur reflux, face à l'irréversibilité de l'investissement productif (Jeannne, 2002).	▪ Moindre fréquence de crise dans les pays qui n'ont pas ouvert leur compte de capital.
Liberté du marché des changes	▪ Fragilise une politique de changes fixes ou de « currency board ». ▪ Fragilise les banques soumises à un risque de change.	▪ Plus grande fréquence des crises de changes.

Source : Boyer R., Dehove M., et Plihon D. (2004), « les crises financières », la documentation française, Paris, p. 131.

2. Les constatations empiriques sur le lien entre l'intégration financière et l'apparition des crises

D'un point de vue empirique, les résultats sont, en quelque sorte, ambigus. En effet, malgré que la libéralisation du compte de capital semble avoir apporté de nombreux avantages à ceux qui ont appliqué ces politiques, comme il a été confirmé par un grand nombre d'économistes, mais elle n'a pas été sans couts.

- D'un coté, certains travaux confirment qu'une libéralisation trop rapide (interne et externe) a souvent été la cause des crises :

Dans une étude de G. Kaminsky et C. Reinhart (1999) qui porte sur un échantillon de vingt pays en Asie, Amérique latine, Europe et Moyen-Orient (cinq pays développés et quinze pays en développement) pour une période allant des années 1970 jusqu'au 1995, ces auteurs ont étudié la causalité entre les problèmes du secteur bancaire et ceux de la balance des paiements, ainsi que la relation entre les crises et la libéralisation financière. Leurs principaux résultats peuvent être résumés comme suit : (i) ils ont compté dix-huit crises jumelles sur la période 1980-1995 (antérieure à la crise asiatique) sur un total de soixante-treize crises repérées sur un échantillon de vingt pays (ii) au cours de la période précédente, 1970-1979, ils n'ont recensé qu'une seule sur un total de vingt-neuf crises. De ce fait, G. Kaminsky et C. Reinhart (1999) ont conclu que l'apparition des crises jumelles pourrait être liée au processus de la libéralisation financière¹.

Ainsi, le résultat de l'étude de Demirguc-Kunt et Detragiache (1998)² indique que les crises bancaires surviennent plus probablement dans les systèmes financiers libéralisés, et cela pour un échantillon qui porte sur 53 pays au cours de la période 1980-1995.

D'après R. Boyer et al (2004), l'importance des crises bancaires et celles de change est très variable selon les périodes, Ils constatent une corrélation positive entre la fréquence de ces crises et le degré de libéralisation financière, interne et externe (ouverture des marchés, libéralisation des taux d'intérêt et des comptes de capital)³.

L'étude d'Edwards .S (2009)⁴ examine si l'augmentation du degré d'intégration financière influe sur la probabilité de la survenance d'une crise financière. L'auteur a utilisé dans son travail la méthode d'analyse « probit » sur un ensemble de pays avancés et en développement pendant la période 1970-2004. Les résultats de l'étude indiquent que la libéralisation des mouvements de capitaux augmente la probabilité des crises. En outre, les conclusions estiment que les stratégies de libéralisation financière augmentent le degré de vulnérabilité des pays aux crises extérieures.

¹ Kaminsky G., Reinhart C. (1999) "The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *The American Economics Review*, Vol. 89, No.3 June 1999, p 491.

² Demirguc-Kunt A., Detragiache E. (1998) "Financial Liberalisation and Financial Fragility", *IMF Working Paper, March*, p 1.

³ Boyer. R., Dehove, M., Plihon, D. (2004) op cit. pp, 26-27 cité dans Syssoyeva. I (2010), op cit, p190

⁴ Edwards S. (2009) "Sequencing of reforms, financial globalisation, and macroeconomic vulnerability", *Journal of the Japanese and International Economies*, Elsevier, Vol. 23, No. 2, June, PP. 131-148.

Dincer, Kandil et Trabelsi (2011)¹ ont examiné dans leur analyse les effets de l'intégration financière sur les variables macroéconomiques suivantes (taux d'intérêt réels, taux de change effectifs réels, le PIB réel, le taux d'inflation et les variables muettes des crises) et cela pour le cas de la Turquie. En utilisant des données trimestrielles et en appliquant le modèle VAR (vecteur autorégressif multivarié) pendant la période (1989-2009), les résultats de l'étude indiquent que l'impact des flux de capitaux sur l'économie est significativement différent dans les deux périodes d'avant et d'après la crise de 2001. En effet, (i) pendant la période d'avant la crise (1989-2001), les auteurs soulignent l'existence d'un impact significatif de la libéralisation des flux financiers sur la performance macroéconomique, cependant, (ii) le taux de croissance économique turque a considérablement diminué après la crise financière de 2001. De ce fait, les conclusions de l'étude indiquent que ces crises sont néfastes pour tout projet d'intégration financière et économique entre les pays.

- D'un autre côté, d'autres travaux empiriques qui ont étudié la relation entre l'existence des contrôles sur les capitaux et l'apparition des crises financières, ont constaté que les pays disposant de restrictions sur les mouvements de capitaux sont, en effet, plus susceptibles d'avoir des crises financières.

Cette relation a été mise en évidence par R. Glick, X. Guo et M. Hutchison (2006) qui dans leur étude ont fortement rejeté l'hypothèse selon laquelle les pays ayant libéralisé leur compte de capital sont plus susceptibles d'avoir des crises de change et cela pour un échantillon de soixante-neuf pays en développement sur la période 1975-1997. Ces auteurs indiquent que, pour analyser d'une façon correcte la relation entre l'intégration financière et l'apparition de crises de change, il est indispensable de prendre en considération l'environnement dans lequel l'ouverture financière a été mise en place. Selon ces auteurs, les économies caractérisées par des politiques macroéconomiques relativement équilibrées, des secteurs financiers robustes, une stabilité politique, et/ou stabilité institutionnelle, peuvent choisir de libéraliser leur compte de capital afin de retirer les profits à long terme que procure une meilleure allocation du capital, et ces pays ne sont, généralement, pas concernés par des crises extérieures. Par contre, les pays connaissant des déséquilibres macroéconomiques, des secteurs financiers peu développés, de l'instabilité politiques et/ou des problèmes institutionnels peuvent choisir de maintenir les

¹ Dincer N, Kandil M., Trabelsi M. (2011) "on capital flows and macroeconomic performance : evidence before and after the financial crisis in Turkey", presented at ERF 17th annual conference in Turkey, 20th- 22th March, pp. 01-26.

contrôles des mouvements de capitaux afin d'éviter des réformes économiques difficiles ou d'éviter des sorties massives de capitaux qui pourrait déclencher une crise¹. Malgré que la libéralisation du compte de capital puisse augmenter la vulnérabilité d'un pays aux crises, dans certains cas, des restrictions sur le compte de capital sont plus susceptibles de provoquer des crises financières².

L'étude de S. Edwards (2005) analyse le lien entre les restrictions appliquées aux mouvements internationaux de capitaux et les crises extérieures. Dans son travail, l'auteur analyse deux manifestations de crises extérieures, à savoir, l'arrêt soudain des entrées de capitaux et l'inversion du solde du compte courant. Pour un large échantillon de soixante-dix-sept pays au cours de la période 1970-2001, l'auteur ne trouve aucune preuve systématique que les économies les plus intégrées financièrement sont plus susceptibles d'être plus vulnérables aux crises que les pays ayant des restrictions sur leurs comptes de capitaux. Cependant, selon S. Edwards (2005), une fois que la crise se produit, les pays les plus ouverts financièrement peuvent faire face à une baisse plus importante du taux de croissance³.

Pour finaliser cette revue de littérature, nous pouvons dire qu'aujourd'hui, il y a peu d'évidence empirique qui confirme l'idée, largement répandue, selon laquelle l'intégration financière est la seule responsable de l'apparition des crises financières dans le monde au cours des trente dernières années. En plus, il a été démontré que des politiques macroéconomiques adéquates, le développement du secteur financier, ainsi que la surveillance et la réglementation prudentielle de ce secteur, peuvent réduire les risques liés à l'intégration financière et prévenir l'apparition des crises financières, ainsi que, dans certains cas, réduire les effets néfastes de ces crises sur l'économie réelle.

Ainsi, après avoir étudié les effets de l'intégration financière sur la croissance économique et sur la stabilité macroéconomique, nous pouvons dire que l'intégration financière n'est ni un remède miracle pour stimuler la croissance, comme certains économistes le prétendent, ni une source unique de risque ingérable, comme d'autres économistes voudrait le faire croire⁴.

¹ Glick R., Guo X., Hutchison M. (2006) "Currency Crisis, Capital Account Liberalisation, and Selection Bias", Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2004-15, <http://www.frbsf.org>, p.19.

² Glick, R., Guo, X., Hutchison, M. (2006) *ibid*

³ Edwards, S. (2005) "Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals", NBER Working Paper No. 11170, p. 30.

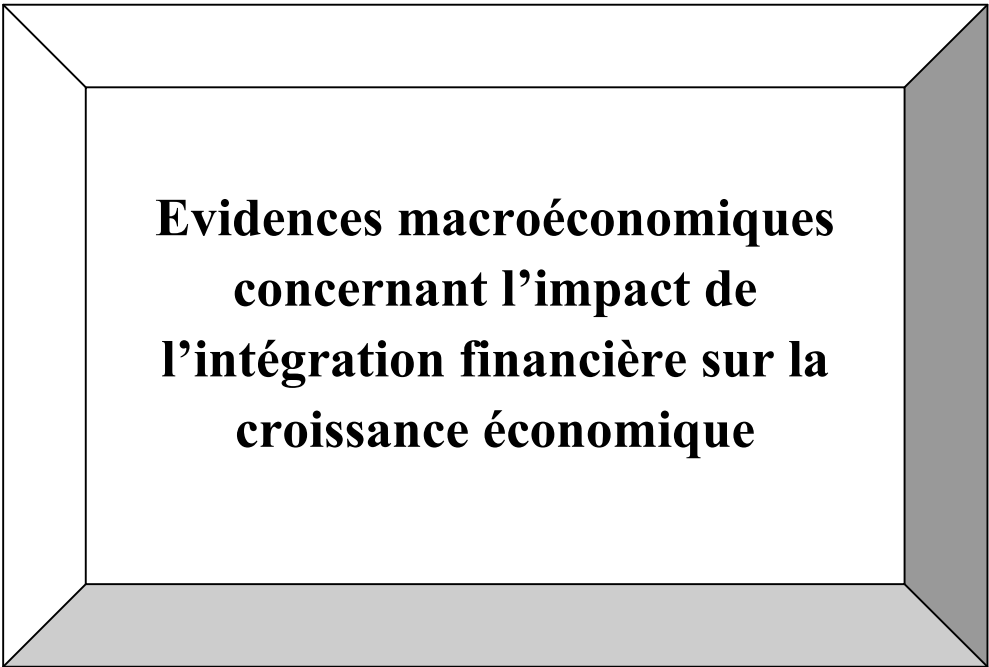
⁴ Syssoyeva, I. (2010) *op cit*, p196

Conclusion

Ce chapitre s'est attaché à analyser d'une manière approfondie la relation entre le système financier et la croissance économique. En effet, la littérature économique traitant cette relation est arrivée à des résultats mitigés. Certains travaux ont mis l'accent sur un effet positif du développement financier sur la croissance tandis que d'autres ne sont pas arrivés à dégager des résultats concluants.

L'aspect potentiellement positif du développement financier sur la croissance a fortement attiré l'attention de beaucoup d'économistes au début des années soixante dix. Au cours de cette période, plusieurs pays avaient choisi de libéraliser leurs systèmes financiers en considérant cette politique de libéralisation comme un moyen efficace pour la promotion de la croissance. La libéralisation financière consiste en un long processus qui dépend d'un ensemble de conditions et qui doit se réaliser d'une façon ordonnée pour assurer le bon fonctionnement du secteur financier. Ce processus doit commencer par le développement du système financier interne et il doit se terminer généralement par la libéralisation des mouvements de capitaux. Cette dernière étape possède un ensemble d'avantages qui stimule la croissance économique, elle permettra aux différentes économies de s'intégrer dans l'économie mondiale ; mais également elle peut rendre l'économie du pays plus vulnérables aux crises économiques et aux changements que peuvent subir les autres économies.

Chapitre II



**Evidences macroéconomiques
concernant l'impact de
l'intégration financière sur la
croissance économique**

Introduction du chapitre

Les deux dernières décennies ont été marquées par une littérature très abondante consacrée aux investigations empiriques concernant les effets de l'intégration financière sur la croissance économique. En effet, l'intégration financière a offert un terrain d'affrontement entre deux groupes antagonistes : les « Pro » qui mettent en lumière les cotés positifs de l'ouverture financière tels que D. Quinn (1997), B. Eichengreen (2001), M. Obdtfeld et K. Rogoff (1998), M. Klein et G. Olivei (1999/2006), A. Honig (2008) etc. Selon ces auteurs, la libre circulation des capitaux engendre des gains considérables. Ces économistes estiment que la libéralisation du compte de capital et l'intégration financière mènent à une croissance forte et soutenable. D'un autre côté, les « Anti » mettent en avance les aspects négatifs de l'intégration financière comme D. Rodrik (1998,2001), J. Bhagwati (1998) ; J. Stiglitz, (2000,2002), H. Edison et al (2002), etc. Ces auteurs remettent en cause les hypothèses de la libéralisation des flux de capitaux à la suite de la succession des crises monétaires et financières. Ils font de l'intégration financière la principale cause des crises récentes, et voient, dans la libéralisation complète du compte de capital une menace pour la stabilité financière mondiale.

Au niveau de ce chapitre, nous proposons une revue de la littérature empirique très récente testant l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique. Ce chapitre est organisé de la manière suivante : dans la première section nous analysons les différentes mesures d'intégration financière utilisées au niveau des études empiriques. Dans la deuxième section, nous examinons les divers types de flux de capitaux internationaux, et dans la troisième section, nous nous focalisons sur les études empiriques cherchant à étudier la relation causale entre la libéralisation des flux de capitaux et la croissance.

Section 1. Les différentes mesures de l'intégration financière

De nombreux indicateurs sont retenus par la littérature économique pour faire face à un problème majeur qui est celui de la mesure du degré d'ouverture du compte capital. Ces indicateurs peuvent être classés en deux groupes, à savoir : des mesures qualitatives (*de jure*) et les mesures quantitatives (*de facto*). Les divergences entre ces deux mesures sont importantes, toutefois, qu'il soit avec l'une ou avec l'autre, les mouvements de capitaux circulant dans le monde ont connu une évolution très rapide ces dernières années. Nous allons présenter, dans cette section, les indicateurs d'intégration financière les plus utilisés dans la littérature empirique.

1. Les mesures règlementaires ou institutionnelles : les mesure « *de jure* »

Le premier groupe de mesures d'intégration financière implique des mesures règlementaires ou institutionnelles. Ce sont des mesures de jure principalement basées sur les indicateurs du FMI concernant les restrictions officielles aux mouvements internationaux de capitaux fournies par les autorités nationales.

1.1 Indice des restrictions du FMI

Dans la littérature empirique, on trouve de nombreux travaux qui s'appuient sur des variables fictives¹ établies à partir d'information souvent collectées du rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change (AREAER)², publié par le FMI en 1950. Ces rapports comportent un tableau synthétique en annexe ou une seule ligne traite directement de l'existence d'un contrôle des changes : la ligne E.2, intitulé « *Restrictions sur les paiements relatifs aux transactions en capital* »³. Les informations inscrites dans cette rubrique ont servi de base à l'établissement d'un indicateur reflétant l'existence de règles ou de restrictions qui font obstacle aux mouvements internationaux de capitaux ou imposent des discriminations entre les agents économiques en fonction de leur nationalité ou de leur lieu de résidence⁴.

Toutefois, bien que cet indicateur binaire est souvent préféré par les auteurs (par sa simplicité et la disponibilité des données), mais il s'avère limité parce qu'il mesure

¹ Une valeur de 1 représente l'existence de contrôles sur les capitaux, tandis qu'une valeur de 0 indique l'absence de restrictions.

² AREAER – Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions.

³ L'ensemble des catégories qui mettent en évidence l'existence d'un contrôle des changes s'est élargi avec le *Rapport annuel sur les régimes et restrictions de change* publié en 1997, lequel comporte treize rubriques qui établissent, pour la première fois, une distinction entre les restrictions aux entrées et aux sorties de capitaux.

⁴ Syssoyev I. (2010) op cit, p 70.

directement les contrôles de capitaux sans capter les différences dans l'intensité de ces contrôles¹. Plus précisément, cet indicateur mesure plutôt l'existence que l'intensité des contrôles. De plus, il mesure surtout des contrôles appliqués aux investissements des résidents, plutôt qu'à ceux des non-résidents. Selon certains auteurs, les variables liées à cet indicateur sont trop agrégées pour capter les subtilités des contrôles réels mis en place par les gouvernements nationaux².

Malgré ces faiblesses, cet indicateur est considéré, d'une manière générale, comme une bonne approximation du niveau de l'intégration financière et très souvent utilisé dans la littérature économique. Afin de combler les insuffisances de cet indicateur, d'autres indicateurs ont été développés.

1.2 L'indicateur de pourcentage (Share)

Les informations issues de la ligne E.2 du rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change du FMI ont été utilisées d'une autre façon, qui réside dans l'établissement, pour chaque pays, une variable correspondant aux nombres d'années pendant lesquelles les comptes de capital de ces pays étaient ouverts. Cet indicateur est appelé *Share*. Pour mieux définir cette variable, on présente l'exemple suivant : si le rapport juge que les marchés financiers ont été libres pendant cinq ans sur une période de dix ans, l'indicateur d'ouverture *Share* sera de 0,5. L'inconvénient de cette méthode est qu'une valeur égale à 0.5 peut correspondre à une situation où les marchés financiers ont été ouverts les cinq premières années de la décennie, ou bien les cinq dernières années, ou encore une année sur deux ou selon de multiples schémas d'alternance ouverture / fermeture³. Cet indicateur possède d'autres lacunes, il est extrêmement large et il ne tient pas compte des différentes restrictions, ni des intensités du contrôle des capitaux, ni leur efficacité.

1.3 L'indicateur d'intensité de Quinn

A partir d'une lecture attentive des descriptions contenues dans le rapport du FMI, D. Quinn (1997⁴, 2003¹) s'efforce de mesurer l'intensité des contrôles appliqués au compte de

¹ Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J., Kose A. (2003), op.cit. p12

² Syssoyeva. I, (2010) ibid

³ Edison, H.j., Levine, R., Ricci, L., Slok, T. (2002), "International Financial Integration and Economic Growth", Journal of International Money and Finance, No. 21, p. 748.

⁴ Quinn, D. (1997) "The Correlates of Change in International Financial Regulation", American Political Science Review, Vol. 91, No. 3 (September 1997) , pp. 531-551.

capital comme au compte courant plutôt que simplement distinguer les pays en tant que « fermé(s) » ou « ouvert(s) ».

La majorité des données utilisées par D. Quinn concernant les restrictions du compte courant et le compte du capital sont principalement tirées du rapport (AREAER) du FMI.

Pour pouvoir mieux analyser l'ouverture d'un pays, D. Quinn a développé des règles de codage (coding rools) en codant l'information descriptive de l'AREAER. Il y rajoute également une catégorie qu'il dénomme « accords juridiques internationaux », qui indique l'appartenance d'un pays à des organisations internationales telles que l'OCDE et l'UE.

La méthodologie développée par D. Quinn repose sur une échelle à cinq niveaux allant de 0 à 2 pour chaque poste, indiquant le degré d'ouverture (0- contrôle très sévère ; 2- régime très libéral), échelle définie comme suit² :

0.0 – des lois et/ou réglementations imposent des restrictions quantitatives ou réglementaires sur une opération particulière, telle que licences ou exigences de réserves, *qui interdisent complètement* de telles transactions économiques.

0.5 - des lois et/ou réglementations imposent des restrictions quantitatives ou réglementaires sur une opération particulière, telle que licences ou exigences de réserves, *qui interdisent partiellement* de telles transactions économiques.

1.0 - des lois et/ou réglementations imposent que l'opération particulière soit *approuvée Par les autorités* ou qui la soumettent à de *lourdes taxes*, le cas échéant, soit sous forme de pratiques multidevises, soit sous forme d'autres taxes.

1.5 - des lois et/ou réglementations imposent l'enregistrement de cette opération particulière mais ne nécessitent pas son approbation par les autorités, ni son assujettissement au paiement d'une taxe, le cas échéant.

2.0 – aucune réglementation n'impose que cette opération particulière soit approuvée ou enregistrée auprès des autorités, ni soumise à une taxe, le cas échéant.

¹ Quinn D. (2003) "Capital Account Liberalization and Financial Globalization, 1890-1999 : A Synoptic View", International journal of Finance and Economics, Vol. 8, No. 3, pp. 189-204.

² Syssoyeva. I op cit, p. 72.

Concernant l'indicateur de libéralisation du compte de capital (*Capital*)¹, il distingue l'intensité des contrôles exercés sur *les recettes et les paiements* du compte de capital. Le mode de notation utilisé pour chacune de ces catégories est le suivant : une note 0 indique que les paiements sont interdits ; 0.5 précise qu'il existe des restrictions quantitatives ou réglementaires ; 1 signale que les transactions sont assujetties à des taxes élevées ; 1.5 si les taxes sont moins lourdes, et 2 indique que les transactions sont libres de toutes restrictions ou taxes, la somme des valeurs des deux catégories est *un indicateur de l'ouverture globale du compte de capital* ; il est compris entre 0 et 4². Cet indicateur est disponible pour 21 pays de l'OCDE durant 1950-1997, et pour les années 1958, 1973, 1982 et 1988 pour 42 pays non membres de l'OCDE.

Toutefois, D. Quinn utilise dans ses régressions, la variation de la valeur de l'indicateur de restriction du compte de capital Δ Quinn (en prenant la première différence de l'indicateur capital plutôt que son niveau)³.

L'avantage de l'indicateur de Quinn est le fait qu'il fournit des informations sur l'intensité des contrôles ; en plus, il prend en compte les contrôles sur les capitaux nationaux ainsi que les capitaux étrangers⁴. Cependant, cet indicateur possède quelques insuffisances. Selon H. Edison et al (2002), la mesure de Quinn est une mesure particulièrement subjective. Les auteurs précisent qu'elle est très corrélée (0.9) avec l'indicateur du FMI et ils soulignent en outre l'impossibilité d'utilisation de cet indice dans des analyses économétriques en données de panel car les données sont disponibles seulement pour les années 1958, 1973, 1982 et 1988, en plus, ils y ajoutent une autre critique concernant *la disponibilité de données* : pour les pays non-membres de l'OCDE, les données sont disponibles seulement pour deux ans (1982 et 1988)⁵.

¹ Opérations enregistrées dans le compte de capital (type de transaction) : titres sur le marché des capitaux ; titres sur le marché monétaire ; titre d'investissement collectif ; marchés dérivés et autres instruments financiers ; crédits commerciaux ; crédits financiers ; garanties ; titres et facilités de soutien financier ; investissement direct ; remboursement des investissements directs ; opérations immobilières ; mouvements de capitaux personnels ; banques commerciales et autres organismes de crédit ; investisseurs institutionnels.

² Quinn D. (1997) op.cit. p. 544.

³ Quinn D. (1997) op.cit. p. 535.

⁴ Kraay A. (1998) "In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization", World Bank. p.5.

⁵ Edison, H.j., Levine, R., Ricci, L., Slok, T. (2002) op cit, P. 753.

1.4 Le code de la libéralisation des mouvements de capitaux de l'OCDE

Une autre mesure de la libéralisation du compte de capital nommé « *code de libéralisation des mouvements de capitaux* » a été développée. Cette mesure est disponible seulement pour les pays membres de l'OCDE et fait l'objet d'une publication bisannuelle¹. Ce code offre de l'information sur la présence ou l'absence de restrictions concernant onze catégories de transactions du compte de capital : les investissements directs, la liquidation d'investissements directs, l'admission de titres sur les marchés de capitaux, les opérations sur titres, les opérations sur titres d'organismes de placement collectif, les opérations immobilières, les crédits et prêts financiers et les mouvements de capitaux à caractère personnel².

Ainsi, Le *Code de l'OCDE de la libération des mouvements de capitaux* présente le texte intégral du Code et tient compte de toutes les modifications apportées à la position des membres et il sert de guide de référence concernant les dispositions des membres sous le Code et permet de comparer le degré respectif de libération auquel sont parvenus les pays membres concernant les mouvements de capitaux³.

1.5 L'indicateur d'intensité de Montiel-Reinhart

De leur côté, P. Montiel et C. Reinhart (1999)⁴ ont développé une autre mesure qui reflète l'intensité des contrôles sur les transactions internationales pour les pays en développement. Ces auteurs se sont basés sur les informations annuelles concernant quinze pays⁵ pour la période 1990-1996.

Cet indicateur est compris entre 0 et 2. Contrairement aux indicateurs précédemment analysés, plus il est élevé, plus les restrictions sont élevées. Plus précisément, selon ces deux auteurs⁶ :

¹ Entre 1986 et 1995, ces ouvrages ont été publiés en mars 1986, mars 1988, novembre 1990, juin 1993 et en 1995.

² Codes de l'OCDE (2007), "la libération des mouvements de capitaux et des opérations invisibles courantes", Guide De Référence 2007, p. 8.

³ Codes de l'OCDE (2007), op cit, p. 3.

⁴ Montiel P., Reinhart C. (1999) "The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s", Oxford University Press, <http://www.publicpolicy.umd.edu>.

⁵ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Costa Rica, République tchèque, Egypte, Indonésie, Kenya, Malaisie, Mexique, Philippines, Sri Lanka, Thaïlande et Ouganda.

⁶ Montiel, P., Reinhart C. (1999), op.cit, p. 628.

- Une valeur « 0 » correspond à une situation où « aucune restriction ou taxe n'est imposée sur les entrées de capitaux internationaux, et aucune restriction sur l'endettement intérieur des institutions financières nationales - qui semble outrepasser les mesures prudentielles généralement utilisées - n'est adoptée » ;
- Une valeur « 1 » décrit la présence de restrictions prenant la forme de « règlements prudentiels excessifs (tels que des limites rigoureuses aux engagements des banques en devises) » ;
- Une valeur « 2 » indique « l'existence de mesures explicites - telles que les interdictions, les cautionnements ou les taxes sur les transactions financières - désignées pour limiter les flux de capitaux internationaux ».

L'attribution d'une valeur de 0,1 ou 2 à un pays donné, pour une année donnée, a comme source essentielle le rapport annuel de la banque centrale du pays en question¹.

1.6 L'indicateur de Chinn et Ito

Dans leur étude, Chinn et Ito (2002)² ont élaboré un indice d'intégration financière dynamique connu sous le nom de KAOPEN. C'est une variable qualitative construite à partir de variables binaires sur les restrictions portant sur les transactions financières. Cet indicateur repose sur quatre variables binaires issues du rapport du FMI (AREAER)³ :

K1 : variable indiquant la présence du taux de change multiples (ligne B.2)⁴ ;

K2 : variable indiquant les restrictions sur les transactions courantes (le degré de convertibilité de la monnaie domestique et la nature des restrictions sur l'utilisation d'une monnaie étrangères entre résidents) (ligne E.1) ;

K3 : variable indiquant les restrictions sur les transactions du compte de capital (ligne E.2) ;

K4 : variable indiquant la présence de restrictions lors du rapatriement des bénéfices par les exportateurs (ligne G.2).

¹ Syssoyeva. I, op cit, p. 76.

² Chinn M., Ito H. (2007) "A New Measure of Financial Openness", <http://web.pdx.edu/ito/>

³ Syssoyeva. I, op cit, op cit, p. 78.

⁴ La notion (ligne B.2), (ligne E.1)....etc, correspond au code exact de la série dans l'annexe du rapport AREAER.

Pour tenir compte de l'effet de l'ouverture financière et non de celui des restrictions, il convient en fait d'inverser les valeurs de ces variables binaires, de façon à obtenir des variables égales à 1 en l'absence de restrictions, et à 0 en présence de restrictions. En ce qui concerne la variable K3 qui reflète les restrictions sur le compte de capital, il est plus judicieux d'utiliser la variable « SHAREK3 », dont la formule est donnée ci-dessous et qui présente l'absence de restrictions sur les transactions de capitaux. Concrètement, la variable d'ouverture du compte capital pendant l'année t est une moyenne sur les cinq ans précédant l'année t :

$$SHAREK_{3,t} = \left(\frac{k_{3,t} + k_{3,t-1} + k_{3,t-2} + k_{3,t-3} + k_{3,t-4}}{5} \right)$$

De ce fait l'indicateur d'ouverture financière de Chinn et Ito (KAOPEN) est composé de quatre composants principaux : k_{1t} , k_{2t} , $SHAREK_{3t}$, k_{4t} . Il prend des valeurs plus élevées avec la plus grande ouverture du pays aux mouvements internationaux de capitaux.

Dans un premier temps, cet indicateur a été calculé sur la période 1977-1997 pour cent cinq pays. Plus tard, en 2007, M. Chinn et H. Ito ont élargi leur échantillon à cent quatre-vingt et un pays et ont proposé le calcul de KAOPEN pour une période plus longue, 1970-2005. En suite, dans leur travail élaboré en 2008¹, les auteurs ajoutent dans leur base de données encore un pays et les données pour 2006. Ainsi, en 2013², pour le même échantillon de cent quatre vingt deux pays, ils ont prolongé la période jusqu'à 2011.

L'indicateur d'intégration financière élaboré par M. Chinn et H. Ito est largement utilisé par les économistes et considéré comme un des meilleurs indicateurs par rapport aux autres mesures qualitatives issues de l'AREAER. Cet indice présente l'avantage de refléter non seulement l'existence ou non de restrictions réglementaires imposés sur les mouvements de capitaux internationaux mais aussi l'intensité avec laquelle celles-ci sont mises en vigueur. Ainsi, cet indicateur présente aussi l'avantage d'être disponible pour un large échantillon de pays et sur une longue période.

¹ Chinn M., Ito H. (2008) "Notes on the Chinn-Ito Financial Openness Index", <http://web.pdx.edu/ito/>

² Chinn M., Ito H. (2013) "Notes on the Chinn-Ito Financial Openness Index 2011 Update", <http://web.pdx.edu/ito/>

2. Les mesures quantitatives « De facto » de l'intégration financière

Après avoir citer les différents indicateurs qualitatifs, qui sont nombreux et non exempts de critiques, nous allons voir maintenant d'autres types d'indicateurs des contrôles imposés aux transactions du compte de capital à partir de variables économiques, ces indicateurs sont appelés : des indicateurs quantitatifs. Dans cette optique, les économistes ont fait appel à trois groupes de variables : le taux d'épargne national associé aux taux d'investissement national (Feldstein-Horioko (1980)), les différentiels de taux d'intérêt (Frankel (1992), Edison et al (2002)), et les flux internationaux de capitaux (Kraay 1998 et Lane et Milesi-Ferretti 2001-2007), etc. Selon M. Kose et al (2006)¹, ces mesures reflètent mieux le vrai degré d'intégration financière internationale. Si, à première vue, il semble préférable de se baser sur des résultats réels plutôt que sur des règles publiées pour évaluer le degré de restriction des mouvements de capitaux, nous verrons que, comme celles des mesures fondées sur des règles, l'utilisation d'indicateurs quantitatifs soulève aussi des difficultés théoriques comme pratiques. On va présenter dans ce qui suit les principaux indicateurs quantitatifs utilisés dans les travaux empiriques.

➤ Le test de Feldstein et Horioka (1980)

Les premiers travaux remontent à l'étude menée par Feldstein et Horioka (1980)² dont la grande influence tient en partie à ce qu'elle a été l'une des premières à tenter de mesurer quantitativement la mobilité des capitaux sur un large échantillon de pays. Cet indicateur teste directement le lien entre épargne et investissement dans une économie ouverte. L'idée est que, si une économie est bien intégrée internationalement, alors, son accumulation du capital ne doit pas être limitée par l'épargne domestique.

Les auteurs ont soutenu, dans leur article, l'idée que, même entre les principaux pays industrialisés, la mobilité du capital pouvait être sévèrement limitée. Cette approche a ensuite été largement acceptée et utilisée comme un test du degré de mobilité internationale du capital ou comme un test d'intégration financière. Autrement dit, ces deux auteurs ont proposé de mesurer le degré d'intégration financière internationale en examinant la corrélation entre l'épargne et l'investissement locaux³.

¹ Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K., Wei, S.-J. (2006) op.cit, p. 14.

² Feldstein M., Horioka C. (1980) "Domestic Savings and International Capital Flows", The Economic Journal, Vol. 90, No. 358, June 1980, pp. 314-330.

³ Syssoyeva. I op cit,op cit, p. 107.

A partir des principaux comptes habituelles, les deux auteurs pionniers ont exploité une intuition à première vue très simple : si, au plan international, les capitaux circulent facilement et si donc les marchés financiers domestiques communiquent de plus en plus, il n'y pas de raison pour que, dans chaque pays, l'investissement national ne devienne pas lui-même de plus en plus indépendant de l'épargne nationale. En effet, l'investissement dans chaque pays n'est plus contraint par les ressources internes disponibles et se trouve financé par le *pool* formé par le capital mondial, en même temps que l'épargne mondiale est allouée indépendamment de son pays d'origine et réagit aux opportunités d'investissement à l'échelle mondiale. Donc, selon ces auteurs, il n'y pas a priori de raison pour que l'épargne et l'investissement d'un même pays soient parfaitement corrélés dans le cas où il y a une intégration financière au plan international : une augmentation de l'épargne domestique se traduit par celui de l'investissement mondial et non national¹.

Dans leur étude basée sur un échantillon de seize pays de l'OCDE² durant la période 1960-1974, M. Feldstein et C. Horioka concluent l'existence d'une différence assez importante dans la quantité d'épargne domestique entre les pays étudiés, et cette différence reste assez stable dans le temps. A partir de ce constat, ces auteurs ont proposé d'examiner la corrélation entre l'épargne et l'investissement de ces pays, en estimant l'équation suivante :

$$\bar{I}_i = \alpha + \beta \bar{S}_i + e_i \quad \forall i = 1, \dots, N.$$

$\bar{I}_i$ et $\bar{S}_i$ indiquent respectivement les moyennes du taux d'investissement (investissement brut rapporté au PIB) et du taux d'épargne (épargne domestique rapportée au PIB) du pays i au cours de la période considérée (T).

Par définition, sous l'hypothèse nulle que l'économie est fermée c'est-à-dire dans un environnement économique caractérisé par une très faible mobilité du capital, le coefficient β doit être égal à un. Inversement, sous l'hypothèse d'une très forte mobilité des capitaux, le coefficient β prend une valeur faible. En effet, si l'intégration est complète, l'épargne et l'investissement ne sont pas corrélés, alors $\beta = 0$. Toutefois, selon M. Feldstein (1982)³, cela ne signifie pas que, sous les conditions de parfaite mobilité des capitaux, le coefficient β doive nécessairement prendre la valeur 0, ni même que la parfaite mobilité des capitaux soit

¹ Feldstein M., Horioka C. (1980) op.cit. p. 317, cite dans Syssoyeva, I, op cit, op cit, p. 107

² L'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, la Finlande, l'Allemagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, la Nouvelle Zélande, la Suède, la Grande Bretagne et les Etats-Unis.

³ Feldstein M. (1982) "Domestic saving and international capital movements in the long run and short run", NBER Working Paper No.0947, p. 3.

incompatible avec des valeurs de β proche de 1. En fait, il serait plus raisonnable d'interpréter un coefficient β proche de 1 comme une preuve de l'imperfection du marché international des capitaux et comme une évidence qu'une très grande partie de l'épargne nationale a une tendance à rester dans le pays.

En entament leur analyse, M. Feldstein et C. Horioka ont souhaité trouver un coefficient de rétention assez faible (β proche de 0,1) pour les pays de l'OCDE. Cependant, et malgré leur espérance, les auteurs trouvent β égal à 0,887. Ce résultat les a ramenés à rejeter l'hypothèse d'intégration financière internationale. En fait, ce résultat signifie que presque 89 pourcent de l'épargne domestique a été investi localement et que les pays plus développés ne bénéficient pas de l'intégration internationale. Plus précisément, dans le cas des pays de l'OCDE étudiés, un accroissement continu de l'épargne nationale mène à une augmentation presque égale du niveau de l'investissement national. Ce résultat est connu sous le nom de « Puzzle de Feldstein et Horioka ».

De nombreuses études portant sur d'autres périodes et d'autres échantillons sont venues confirmer ce résultat. De plus, cette étude a été affinée par M. Feldstein (1982) lui-même et M. Feldstein et Ph. Bacchetta (1989).

M. Feldstein a publié son étude en 1982, qui confirme les résultats obtenus par lui-même et C. Horioka en 1980. Puisque M. Feldstein et C. Horioka (1980), dans leur étude, ont utilisé des données allant de 1960 à 1974 (la période qui s'achève juste avant l'augmentation brusque des prix du pétrole par l'OPEP), M. Feldstein (1982) a choisi dans son travail la période 1960-1979 en ajoutant ainsi les années « d'après le premier choc pétrolier ». Les résultats des estimations pour la période « après OPEP » (1975-1979) indiquent que, pour les dix-sept pays de l'OCDE, chaque dollar supplémentaire d'épargne nationale augmente le niveau d'investissement local d'environ 86 pourcent ($\beta = 0.865$). Alors, aucun changement significatif n'apparaît au plan des résultats statistiques : l'hypothèse d'une corrélation épargne-investissement nationaux ne peut être rejetée¹.

En suite, M. Feldstein et Ph. Bacchetta (1989)² prolongent l'étude jusqu'à 1980 et cela pour un échantillon de vingt trois pays de l'OCDE (sauf le Luxembourg) et pour les années 1980-1986. Les résultats de l'étude suggèrent que, pour les pays de l'OCDE, une augmentation de l'épargne domestique se traduit par une augmentation de l'investissement

¹ Feldstein M. (1982) op.cit. p.10.

² Feldstein M., Bacchetta Ph. (1989) "National Saving and International Investment", *NBER Working Paper No. 3164*.

domestique, quoique l'augmentation de l'investissement soit moins importante que dans les années 1960 et 1970¹. Par contre, les résultats obtenus pour les pays de la communauté économique européenne (CEE) indiquent l'existence d'une mobilité des capitaux plus importante entre ces pays pendant les années 1980².

Tout cela confirme la conclusion principale de Feldstein et Horioka : le marché international des capitaux est loin d'être aussi « globalisé » qu'on ne le croit.

Cependant, cette mesure a fait l'objet de plusieurs critiques qui peuvent être classées selon de nombreux travaux en deux grands courants :

- Le premier courant dit le courant intensif, représenté par M. Obstfeld (1985), M. Dooley, J. Frankel et D. Mathieson (1987), T. Bayoumi (1990), L. Tesar (1991), A. Taylor (1996), consiste à souligner les insuffisances de la méthode employée par Feldstein et Horioka, et à modifier celle-ci afin de faire baisser le coefficient d'intégration estimé. Ces auteurs ont apporté plusieurs modifications sur les données choisies par Feldstein et Horioka. Ainsi que, sur l'interprétation du paramètre β qui est pris entre deux valeurs polaires 0 (intégration complète) et 1 (intégration nulle).
- Le second courant c'est le courant extensif représenté par J. Sachs (1981), J. Tobin (1983), R. Murphy (1984), L. Summers (1986), B. Eichengreen (1992), R. Zevin (1992), P. Montiel (1994), L. Coakley, F. Kulasi et R. Smith (1996), et d'autres études plus récentes comme M. Maurel (2004), J. Fouquau, Ch. Hurlin et I. Rabaud (2007) et S. Béreau (2007). Les partisans de ce courant ont pris les mêmes calculs de Feldstein et Horioka, mais ils ont modifié l'interprétation.

Pour conclure, nous pouvons dire que la mesure macroéconomique du degré d'intégration financière proposé par Feldstein et Horioka (1980) a provoqué de nombreux débats et controverses qui se sont nourris, avec le temps, de résultats généralement contradictoires, issus de méthodes économétriques de plus en plus élaborées. Ce qui est remarquable, à propos de ce « Puzzle », c'est qu'un grand nombre d'économistes continuent à s'y intéresser et que le nombre d'articles qui s'y rapportent ne cesse pas de croître parce que cette approche a mis en relation la sphère financière avec la sphère réelle et a cherché à évaluer la mobilité du capital par rapport à sa finalité qui est une meilleure allocation de l'épargne mondiale.

¹ Pour les années 1980-1986, le coefficient β est de 0,79, il était égal à 0,1 pour les années 1960-1969 et 0,86 pour 1970-1979; cf. article, p. 30.

² Le coefficient β est de 0,88 pour les années 1960-1969, de 0,96 pour les années 1970-1979 et de 0,51 pour les années 1980-1986; cf. article, p. 30.

➤ **L'approche par les flux et les stocks de capitaux étrangers**

Très récemment, de nombreux auteurs ont essayé de déterminer le degré d'intégration financière par les entrées et les sorties de capitaux, soit en utilisant des données basées sur les flux Kraay 1998, soit en utilisant les données en stock comme Lane et Milesi-Ferretti (2003). Ces mesures constituent de meilleurs indicateurs, par leur disponibilité et par leur caractéristiques, puisqu'elles permettent de saisir le degré de mobilité de capitaux vis-à-vis plusieurs catégories de flux de capitaux, à savoir : les investissements directs étrangers, les investissements de portefeuille et les flux de la dette extérieur. Dans ce cadre, selon certains auteurs Kraay (1998), Prasad et al (2003) le volume des flux est calculé comme bruts (la somme des entrées totales plus sorties totales) ou nets (entrées nettes plus sorties nettes) de capitaux étrangers. Malgré que ces flux présentent une image relativement moins instable de l'intégration financière internationale, les flux bruts de capitaux étrangers tendent à être très volatils et sujets à des erreurs de mesure. À cause de ces limites, d'autres économistes préfèrent se référer à la somme des stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs (en pourcentage du PIB). Selon Prasad et al (2003), les données en stocks présentent une meilleure indication du niveau d'intégration financière de facto que celles en flux. Elles font éviter plusieurs des problèmes associés aux flux dès lors qu'elles sont moins instables, d'une année à une autre (les données en stocks ne varient pas de façon significative par rapport aux changements de courte période de politiques économiques), et moins sujettes aux erreurs de mesure¹.

Section2. La diversité des types de capitaux matérialisant l'intégration et leurs impacts sur la croissance économique

D'après la théorie économique, la mobilité des capitaux peut avoir plusieurs retombées positives : elle stimule l'accumulation du capital et elle augmente l'efficacité de l'économie du pays d'accueil (par l'amélioration de l'affectation des ressources vers des secteurs plus productifs, la création d'un environnement concurrentielle, la participation à l'amélioration de la formation du capital humain, le renforcement des marchés financiers domestiques et la réduction du coût local du capital). Au même temps, les capitaux étrangers réduisent les risques qui peuvent toucher l'épargnant en lui offrant plus de possibilités de diversifier les portefeuilles et en répartissant les risques plus équitablement entre les exportateurs et les

¹ Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J., Kose A. (2003) op. cit, cite dans Azzabi. S, (2012), op cit, P. 60.

importateurs de capitaux. Mais dans certains cas, ces flux de capitaux peuvent être la source d'apparition de crises financières.

Or, on va voir dans ce qui suit, est ce que tous les types de capitaux étrangers peuvent promouvoir la croissance économique de la même façon et, de ce fait, assurer une intégration financière « réussie » des ces pays dans le système financier mondial ?

1. Les investissements directs étrangers (IDE)

L'investissement direct étranger est un sujet de recherche relativement récent dans la littérature économique. Il est considéré, de façon générale, comme l'investissement le plus stable, un investissement moins volatile par rapport aux autres flux de capitaux, et qui a tendance d'offrir beaucoup d'avantages pour l'intégration financière¹. Ce qui explique la raison pour laquelle de nombreux pays en développement et en transition ont commencé, à la fin des années 1980 et au début des années 1990, à placer des politiques de « séduction » pour attirer ce type de flux.

Ce processus est défini selon l'OCDE² comme : « L'IDE est une activité par laquelle un investisseur résidant dans un *pays* obtient un intérêt durable et une influence significative dans la gestion d'une entité résidant dans un autre *pays*. Cette opération peut consister à créer une entreprise entièrement nouvelle (investissement de création) ou, plus généralement, à modifier le statut de propriété des entreprises existantes (par le biais de fusions et d'acquisitions). Sont également définis comme des investissements directs étrangers d'autres types de transactions financières entre des entreprises apparentées, notamment le réinvestissement des bénéfices de l'entreprise ayant obtenu l'IDE, ou d'autres transferts en capital ». Ces derniers incluent notamment les prêts accordés par une maison-mère à sa filiale implantée à l'étranger.

L'OCDE (1995) définit ainsi l'Entreprise d'Investissement Direct comme « une entreprise ayant ou non la personnalité morale, dans laquelle un investisseur étranger détient au moins 10% des actions ordinaires ou des droits de vote »³. et définit l'investisseur direct étranger

¹ Selon Kose., al. (2006) p 27, l'investissement direct étranger est la première source de capitaux privés pour les pays émergents.

² OCDE (2008) « définition de référence des investissements directs internationaux », quatrième édition, 2008, paris, p 45.

³ OCDE (1995), op cit, p. 8.

comme « une personne physique, une entreprise publique ou privée ayant ou non la personnalité morale, un gouvernement, un groupe de personnes physiques liées entre elles ou un groupe d'entreprises ayant ou non la personnalité morale et liées entre elles qui possèdent une entreprise d'investissement direct (c'est-à-dire une filiale, une société affiliée ou une succursale), opérant dans un pays autre que les pays de résidence de l'investisseur ou des investisseurs directs étrangers »¹.

Quant à la Banque Mondiale (1999)², celle-ci définit l'Investissement Direct Etranger comme: « l'acquisition d'un intérêt durable dans la gestion de l'entreprise. L'investissement direct étranger suppose l'intention de détenir un actif pendant quelques années et la volonté d'exercer une influence sur la gestion de cet actif ».

A partir de ces définitions, nous concluons qu'un investissement direct étranger signifie l'obtention d'un intérêt durable dans la gestion d'une entité (actif, entreprise), par un investisseur résidant dans un autre pays. En effet, l'acquisition d'un « intérêt durable » dans une entité à l'étranger implique d'une part, la volonté de l'investisseur direct étranger de participer à la gestion de l'entité³. Et d'autre part, son intention de garder l'entité à moyen / long terme, ce qui permet de différencier les investissements directs étrangers qui sont engagés dans les opérations de moyen et long terme des investissements de portefeuilles qui investissent généralement à court terme.

Selon la banque mondiale (1998)⁴, statistiquement l'IDE représente : « la somme des apports (en capitaux et en nature), des profits réinvestis et des autres flux de capitaux à long terme et à court terme (établis d'après la balance des paiements) assurés par les investisseurs étrangers ».

1.1 Les effets positifs des IDE sur la croissance économique

Il est assez difficile de citer tous les avantages des IDE mentionnés dans la littérature. D'après L. De Mello (1999), les IDE peuvent affecter la croissance économique de deux

¹ OCDE (1995), op cit, p. 9.

² Banque mondiale (1999), op cit, p. 6.

³ Le seuil à partir duquel le contrôle s'exerce est arbitraire, par exemple (FMI, OMC, Banque Mondiale....) utilisent la valeur de 10% du capital social de l'entité local.

⁴ La banque mondiale (1998), op cit, p. 6.



façon :¹ directement, à travers *l'augmentation du stock de capital physique* dans le pays d'accueil (par exemple, la hausse immédiate de la productivité suite à un rachat d'entreprise par un investisseur étranger), et indirectement, à travers *le transfert des connaissances* (le transfert de technologie et de qualification vers les entreprises domestiques, l'amélioration du capital humain).

1.1.1 L'amélioration de la productivité

Comme nous l'avons cité plus haut, théoriquement, les IDE (par rachats d'entreprise domestique) ont pour l'effet *une amélioration de la productivité* dans les pays bénéficiaire². B.Picciotto (2003) expose les trois éléments qui expliquent l'accroissement rapide de la productivité dans les entreprises rachetées par des investisseurs étrangers³ :

- Tout d'abord, les investisseurs étrangers prennent rapidement des mesures pour réduire les sureffectifs dont souffrent la plupart des entreprises héritées du régime précédent.
- Ensuite, l'appareil de production souvent obsolète est progressivement remplacé par des équipements plus productifs.
- Enfin, de nouvelles méthodes de gestion d'organisation du travail sont introduites.

Toutefois, il est important d'établir la différence entre les différents types d'IDE. Si on prend l'exemple du rachat d'une entreprise local par un investisseur étranger, les restructurations mènent généralement à des licenciements qui visent à diminuer ou supprimer le sureffectif. Par contre, la création d'entreprise de *type ex nihilo*⁴ et par définition créatrice d'emploi. Selon J. Stiglitz (2000), un tel investissement (IDE *ex nihilo*) ramène avec lui non seulement des ressources, mais aussi la technologie, l'accès aux marchés et la formation professionnelle ; et de ce fait, L'IDE améliore la qualité du capital humain dans les pays hôtes⁵.

¹ De Mello Jr., L. R.(1999), "Foreign Direct Investment-Led Growth : Evidence from time series and panel Data", Oxford Economic Papers, Vol. 51, No.1 (January). P. 135.

² Cela concerne à la fois les entreprises vendues dans le cadre d'un processus de privatisation et les entreprises domestiques du secteur privé. Toutefois, les grandes entreprises du secteur public sont soumises à des restructurations de plus grandes ampleur.

³ Picciotto B. (2003) "l'investissement direct vers les nouveaux adhérents d'Europe centrale et orientale : ce que l'élargissement pourrait changer", Etude de Recherche No.24, mai 2003, Groupement d'études et de recherches-notre Europe, <http://www.pedz.uni-mannheim.de> , p.15.

⁴ Cet investissement est appelé également *greenfield investment* et il signifie la création d'une nouvelle entreprise et de nouveaux projets.

⁵ Stiglitz, J. (2000) op.cit. P 1076.

1.1.2 Les transferts de technologie

Les premiers travaux consacrés au transfert de technologie a travers l'IDE (K.J. Arrow, 1971¹ et R. Findlay, 1978²) mettent l'accent sur l'« effet de contagion » qu'entraînent les firmes multinationales (Michalet (1999), définit la multinationale comme étant « *une entreprise (ou un groupe), le plus souvent de grande taille, qui, à partir d'une base nationale, a implanté à l'étranger plusieurs filiales dans plusieurs pays, avec une stratégie et une organisation conçues à l'échelle mondiale* »³. Pour ces auteurs la technologie est comme une « maladie » qui se propage par le contact humain. De ce point de vue, l'IDE représente un moyen très efficace de transfert de nouvelles technologies, qui a leur tour seraient propagées aux entités locales. Le secteur bancaire qui joue un rôle essentiel dans la propagation de nouvelles technologies : une intermédiation financière qui n'est pas suffisante complique l'accès des entités domestiques aux ressources financières et aux avantages offerts par la présence d'entreprise étrangère. Toutefois, d'après B. Picciotto (2003), lorsque le fossé technologique est trop important, les entreprises domestiques ne pourront absorber les technologies apportées par les IDE⁴.

1.1.3 La création d'un environnement concurrentiel

Selon B. Picciotto (2003), théoriquement, en introduisant des firmes étrangères plus efficaces dans le secteur local, pousseraient les entreprises domestiques à faire des efforts de productivité, et à améliorer la qualité des biens et services afin de conserver leurs parts de marché⁵. D'une autre façon, l'IDE peut améliorer la productivité des entreprises via ses effets sur la concurrence. L'effet d'entraînement du à la concurrence se traduit généralement de la façon suivante : la présence des firmes étrangers pratique une pression concurrentielle sur les entreprises locales, et cette pression pousse les firmes locales à devenir plus efficaces et plus compétitives en rationalisant leur processus de production et en modernisant leurs technologies⁶.

¹ Arrow K.J. (1971) "Essays in the Theory of Risk-Bearing", Amsterdam : North-Holland.

² Findlay R. (1978) "Relative Backwardness, direct foreign investment, and the transfer of technology: A Simple Dynamic Model", Quarterly Journal of economics, 92, pp. 1-16.

³Michalet C.A. (1999), "La Séduction des Nations ou Comment Attirer les Investissements", édition Economica, Paris. P 134.

⁴ Picciotto B. (2003) op.cit. p. 16.

⁵ Picciotto, B. (2003) op.cit. p. 17.

⁶ Syssoyeva. I, op cit, op cit, p. 202.

Cependant, la pression concurrentielle accrue sur les entreprises locales est bénéfique dans certaines mesures, mais peut être aussi dangereuse. En effet, l'arrivée des firmes étrangères pourrait éloigner du marché les entreprises domestiques qui ne sont pas en mesure de les concurrencer. D'une autre façon, si les firmes locales n'arrivent pas à s'adapter rapidement, cette pression concurrentielle peut les conduire à la faillite. Or, il est important de noter que l'impact des IDE sur les performances économiques dans les pays bénéficiaires dépend aussi de la compétitivité des firmes locales.

1.1.4 L'amélioration du capital humain

Une autre externalité positive mise en avant par la théorie économique est le capital humain. Plus précisément, l'amélioration des compétences et du savoir-faire de la population domestique et cela dans l'industrie et les services. En effet, quand une firme étrangère s'installe dans un pays d'accueil, elle ramène avec elle des compétences et de nouvelles méthodes de travail, et une grande partie de son budget sera destinée à la formation des employés. Connaissant que le système éducatif dans la plupart des pays en développement est faible, il est important de savoir que la formation de la main d'œuvre mise en place par les firmes étrangers représente un facteur clé de la croissance économique de ces pays.

Toutefois, pour une entreprise étrangère, la nature de son activité signifie généralement le niveau de qualification de la main d'œuvre dont elle a besoin. De ce fait, les entreprises étrangères attirées par les couts salariaux bas seraient moins disposées à offrir des activités de formation pour la population domestique. Par contre, les compagnies étrangères dont l'activité est dirigée vers le marché domestique sont généralement plus intenses en capital et elles s'engageraient plus volontiers dans des activités de formation pour satisfaire leur besoin en main-d'œuvre qualifiée¹. Par la suite, les connaissances acquises par la population domestique au sein des firmes étrangères sont susceptibles de se propager vers les firmes locales.

D'après B. Picciotto (2003), comme pour le transfert de technologie, la diffusion du savoir et des compétences au reste de la population est loin d'être systématique : la aussi, si le fossé entre les compétences de la population locale et celles amenées par les firmes étrangères est trop grand, l'effet de diffusion du savoir risque d'être très faible ou inexistant².

¹ Kumar N. (1996) " Foreign Direct Investment and Technology Transfers in Development : A Perspective on Recent Literature", Discussion Paper n° 9606, INTECH, The United Nations University, p. 27.

² Picciotto B. (2003) op.cit .p. 16-17, cité dans Syssoyeva. I, op cit, op cit, p. 203.

1.1.5 La réduction des contraintes de financement des entreprises locales

A. Harrison, I. Love et M. Mc Millan (2003)¹ représentent une autre externalité favorable théorique des IDE. Ces auteurs montrent que, les entrées d'IDE peuvent aider à diminuer les obstacles de financement des firmes locales. En effets, l'une des principales contraintes de l'investissement dans les pays en développement est l'indisponibilité des ressources financières. De ce fait, en apportant les ressources financières nécessaires par l'IDE, ce dernier participe à réduire les contraintes dans les pays pauvres en capital.

Toutefois, d'après ces auteurs, dans le cas où les investisseurs étrangers utilisent des ressources financières domestiques pour financer leurs projets et, de ce fait, à emprunter auprès des banques locales, ils peuvent aggraver les obstacles de financement des entreprises domestiques en les éloignant du marché financier locale.

1.1.6 L'atténuation des effets négatifs des crises financières

Dans leurs travaux, G. Blalock et P. Gertler (2005)², ont constaté que, les IDE pourraient, dans certains cas, diminuer les effets négatifs des crises financières, et cela, en aidant les firmes domestiques de maintenir l'accès au crédit par l'intermédiation de leurs maisons mères.

Concernant le degré de volatilité des flux de capitaux, la théorie économique indique que les IDE ne sont pas aussi volatils que les flux de capitaux de court terme³ ce qui les rend moins vulnérables aux arrêts soudains des entrées de capitaux et aux revirements des capitaux.

Cependant, malgré tout ces effets bénéfiques de l'IDE et son impact sur la croissance économique, l'exploitation de ce potentiel demande un climat économique favorable. En l'absence d'un tel climat, l'IDE peut être, en effet, contreproductif⁴.

¹Harrison A., Love I., McMillan M. (2003) "Global Capital Flows and Financing Constrains", <http://are.berkeley.edu/>, p. 3, 4.

²Blalock G., Gertler P.J. (2005) "Foreign Direct Investment and Externalities: The Case for public Intervention", in *Does Foreign Investment Promote Development?*; ed. By Theodore H. Moran, Edward M. Graham, and Magnus Blomstrom (Washington; Institute for International Economics", p. 100.

³ Les flux de capitaux à court terme comprennent à la fois les investissements en portefeuille et les prêts bancaires à court terme)

⁴Balasubramanyam, V.N., Salisu, M., Sapsford, D. (1996), "Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS countries", *Economic Journal*, Vol. 106, No. 434 (January), p. 95.

1.2 Les travaux empiriques sur les IDE

De nombreux travaux empiriques ont été consacrés pour déterminer les avantages de ce type de flux sur l'économie du pays. Cependant, même si la plupart des études considèrent l'IDE comme étant la forme d'investissement qui contribue le plus à la croissance, d'autres études ne sont pas parvenues à démontrer l'existence de telles retombées positives.

➤ Parmi les études empiriques démontrant les effets bénéfiques de l'IDE, on cite, entre autres :

L'étude de J. Haveman, V. Lei, et J. Netz (2001) qui révèle que l'IDE participe à l'accroissement du taux de croissance dans les pays bénéficiaires qu'ils ont étudié. Leurs résultats indiquent un accroissement important du taux de croissance dès qu'ils ont inclus la variable qui représente les IDE dans leur équation de croissance et cela en utilisant un échantillon de soixante-quatorze pays sur la période 1970-1989¹.

En travaillant sur un échantillon composé de cent pays développés et en développement et pour une période allant de 1984 jusqu'à 2003, H. Rachidi et H. Saidi (2008) ont constaté un lien favorable entre les IDE et la croissance du PIB². D'après ces auteurs, l'arrivée des firmes étrangères dans les pays d'accueil (surtout dans les pays en développement) est bénéfique dans la mesure où elles créent un environnement concurrentiel et poussent les firmes locales à améliorer leur technologie et à suivre de nouvelles méthodes de gestion, d'une part. D'autre part, ces firmes étrangères participent au transfert de nouvelles technologies vers les firmes locales. En outre, les résultats indiquent aussi que ces entreprises étrangères participent à diminuer le taux de chômage dans les pays d'accueil en embauchant la main d'œuvre qualifiée et non qualifiée.

Dans leur étude Agrawal et Khan (2011)³ ont analysé le lien entre l'IDE et la croissance économique, et cela, dans cinq pays asiatiques (Chine, Japon, Inde, Corée du sud, Indonésie) au cours de la période 1993-2009. Les résultats de cette étude confirment aussi que l'IDE favorise la croissance économique, ainsi, qu'un dollar d'IDE ajoute environ sept dollars au PIB de chacun des cinq pays.

¹ Haveman J.D., Lei V., Netz J. S. (2001) "International Integration and Growth : A Survey and Empirical Investigation", *Review of Development Economics*, Vol. 5; No. 2 (juin), p. 302.

² Rachidi H., Saidi H. (2008) "The Link Between Capital Account Liberalization and Economic Growth: A Dynamic Panel Approach", *SSRN Working Paper No. 1229362*, p.8.

³ Agrawal G., Khan M. A. (2011) "impact of FDI on GDP growth: a panel data study" *European Journal of Scientific Research*, vol 57, No. 2, pp. 257-264.

➤ D'autres travaux montrent qu'il n'existe pas de preuves solides d'une telle relation.

M. Carkovic et R. Levine (2005) ont utilisé des données pour soixante-douze pays sur une période assez longue (1960-1995). Les résultats de ces deux auteurs suggèrent que les entrées des IDE n'exercent pas une influence indépendante sur la croissance économique¹.

L'étude d'Honoré Ahishakiye (2010) analyse les effets des IDE sur la croissance économique dans le cas du Burundi. En travaillant sur la période 1980-2009, l'auteur constate que les IDE influencent négativement mais de façon non significative sur le PIB par habitant, il conclut aussi que le capital humain et le ratio de la masse monétaire (M2/PIB) exercent une influence négative sur la croissance². Les résultats indiquent également que la causalité entre les IDE et la croissance est unidirectionnelle, de la croissance vers les IDE.

➤ Toutefois, plusieurs travaux empiriques ont prouvé que les IDE semblent contribuer à la croissance seulement sous certaines conditions, telles que le développement du système financier, la libéralisation des politiques commerciales et un niveau élevé du capital humain. L'importance de ces conditions initiales a été démontrée dans les études suivantes :

Dans leur étude, E. Borensztein, J. De Gregorio et J.-W. Lee (1998) ont essayé d'analyser l'impact des IDE sur la croissance économique et de déterminer les canaux par lesquels les IDE peuvent favoriser la croissance et cela pour un panel composé de pays exportateurs de l'IDE (pays de l'OCDE) et de soixante-neuf pays importateurs d'IDE (pays en développement) sur une période allant de 1970 à 1989³. Les auteurs soutiennent l'idée que l'IDE est un véhicule important de transfert de technologie et sa contribution à la croissance économique est plus importante que celle de l'investissement local. Cependant, puisque l'introduction de nouvelles technologies dépend de l'existence préalable, dans le pays d'accueil, d'un niveau élevé du capital humain, les auteurs indiquent que l'IDE contribue significativement à la croissance seulement dans les pays possédant un haut niveau du capital

¹ Carkovic M.; Levine R. (2005) "Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?" In T.H. Moran, E.M. Graham, and M. Blomstrom. Does foreign direct investment promote development? Washington, DC: Institute for International Economics and Center for Global Development, pp. 195-220

² Honoré Ahishakiye (2010) «impact des Investissements Directs Etrangers sur la Croissance Economique au Burundi », *Revue de l'institut de Développement Economique (RIDECE)*, p. 26.

³ La méthode de croissance utilisée pour estimer le modèle de croissance économique est la méthode SUR (Seemingly Urelated Regressions).

humain¹. De plus, la mise en place de nouvelles technologies à travers les IDE dans un pays qui dispose d'un niveau bas du capital humain, peut avoir des effets plutôt négatifs sur la croissance².

Le travail de N. Hermes et R. Lensink (2003) soutient l'idée que le développement du système financier du pays bénéficiaire est une condition préalable importante pour que l'IDE ait un effet favorable sur la croissance économique³. Selon ces auteurs, un système financier plus développé contribue favorablement au processus de diffusion technologique associé à l'IDE⁴. Plus particulièrement, un système financier suffisamment développé assure une répartition optimale des ressources et, dans ce sens, améliore la capacité d'absorption des IDE par le pays d'accueil.

Les résultats du travail de L. Alfaro, A. Chanda, S. Kalemli- Ozcan et S. Sayek (2004)⁵ sont dans la même ligne avec les résultats obtenus par N. Hermes et R. Lensink (2003). Selon ces auteurs, le niveau de développement des marchés financiers domestiques est très important pour la réalisation des effets positifs de l'IDE. En fait, le but de cette étude est de chercher à savoir si, dans les pays qui dispose de marchés financiers mieux développés, l'IDE contribue plus à la croissance du PIB que dans les pays ayant des marchés financiers peu développés, et cela, en utilisant un vaste échantillon de données pour soixante et onze pays (vingt pays de l'OCDE et cinquante et un pays non-membres de l'OCDE) et pour la période allant de 1975 à 1995. Les résultats de cette étude suggèrent que l'IDE joue un rôle crucial dans la contribution à la croissance économique, mais seulement, les pays ayant des marchés financiers bien développés qui profitent véritablement des effets positifs des IDE. De plus, selon ces auteurs, la relation entre l'IDE et la croissance est causal, c'est-à-dire que l'IDE contribue à la croissance par l'intermédiation des marchés financiers.

L'étude de L. De Mello (1999), estime l'impact de l'IDE sur l'accumulation du capital, sur la croissance et sur la productivité totale des facteurs (PTF) de l'économie d'accueil en utilisant un échantillon composé de trente-deux pays (seize pays-membres de l'OCDE et seize pays non-membres de l'OCDE pour la période entre 1970 et 1990. Les résultats de cette étude

¹ Borensztein E., De Gregorio J., Lee, J.-W. (1998), op cit, p 11.

² Borensztein E., De Gregorio J., Lee J.-W. (1998) op.cit. p 14.

³ Dans ce travail les auteurs ont utilisé des données concernant soixante sept pays en développement (32 pays d'Afrique ; 21 pays d'Amérique latine ; 14 pays d'Asie et d'autre régions) pour une période allant de 1970 à 1995.

⁴ Hermes N., Lensink R. (2003) op cit, pp. 142-143.

⁵ Alfaro L., Chanda A., Kalemli-Ozcan S., Sayek S. (2004) "FDI and economic growth: the role of local financial market", Journal of International Economics, No. 64, p. 108.

indiquent que les effets de l'IDE sur la croissance dépendent aussi du degré de complémentarité et de substitution entre l'IDE et l'investissement domestique¹. De plus, selon cet auteur, la capacité d'absorption du pays d'accueil peut avoir un effet sur le volume et le type des IDE entrant dans le pays. Ce dernier dépend de facteurs institutionnels, tels que (le régime commercial de l'économie d'accueil, la législation et la stabilité politique), et de facteurs d'échelle, tels que (les contraintes de la balance des paiements et la taille du marché domestique prévu pour les marchandises produites par l'intermédiaire de l'IDE²).

Il ya aussi l'étude de Sajid Anwar et Lan phi Nguyen (2010) qui a examiné le lien entre l'investissement direct étranger et la croissance économique pour soixante et une province du Vietnam de 1996 à 2005. Les résultats présentés dans cette étude suggèrent que l'impact de l'investissement direct étranger sur la croissance économique au Vietnam est positif et il peut être plus considérable si des ressources supplémentaires seront investies dans l'éducation et la formation, le développement des marchés financiers et en réduisant le fossé technologique entre les entreprises étrangères et locales³.

Tiwari et Mutasc (2010)⁴ ont examiné également l'impact de l'investissement direct étranger sur la croissance économique, et cela, dans vingt trois pays en développement de l'Asie et en employant les données de 1986 à 2008. Ces auteurs ont examiné aussi les non-linéarités liées à l'investissement direct étranger et les exportations dans le processus de croissance de ces pays. Ils ont constaté que l'IDE et les exportations améliorent le processus de croissance, et que, le travail et le capital jouent également un rôle important dans la croissance des pays asiatique.

Adeniyi et al (2012)⁵ ont analysé, dans leur étude, le lien de causalité entre cinq pays africaines en développement (Cote d'Ivoire, Gambia, Ghana, Nigeria and Sierra Leone) durant la période 1970-2005. Les résultats de cette étude suggèrent que le degré de sophistication financière est important pour bénéficier des avantages de l'investissement direct étranger sur la croissance économique dans les économies étudiées.

¹ De Mello, Jr., L. R.(1999), op cit, p. 133.

² De Mello Jr., L. R.(1999) op.cit. p. 134.

³ Sajid Anwar et Lan phi Nguyen (2010), "Foreign Direct Investment and Economic Growth in Vietnam", Asia Pacific Business Review, Vol. 16, Nos. 1-2, January- April 2010, 183-202. P. 183.

⁴ Tiwari A., Mutascu M. (2010) "economic growth and FDI in ASIA: a panel data approach", MPRA Paper No. 28172, December.

⁵ Adeniyi O., Omisakin O., Egwaikhide F. O., Oyinlola A. (2012) "Foreign direct investment, economic growth and financial sector development in small open developing economies", economic analysis and policy, Vol. 42, No. 1, march, pp. 105-127.

- Cependant, d'autres travaux empiriques ont émis des doutes sur le sens de causalité entre l'IDE et la croissance :

J.I Chose (2003) n'a pas trouvé une preuve solide que l'IDE a un effet positif sur la croissance économique. En fait, puisque une économie qui connaît une croissance plus rapide offre de meilleurs avantages de profits aux investisseurs étrangers qu'une économie qui se développe lentement ou pas du tout, et puisque, la croissance peut être, elle-même, l'un des déterminants clés de l'IDE¹, l'auteur a essayé de trouver une réponse à la question suivante : est ce que c'est l'IDE qui mène à une croissance plus rapide et plus forte, ou bien est ce que c'est le taux de croissance élevé dans le pays d'accueil qui attire davantage de capitaux étrangers sous la forme d'IDE ? Pour répondre à cette question, J.I. Choe (2003) a effectué un teste de causalité au sens de Granger entre l'IDE et le taux de croissance du PIB pour un panel de quatre-vingt pays (pays développés et pays en développement) pour les années 1971-1995. Le résultat principal de cette étude empirique est le suivant : même si la causalité au sens de Granger démontre qu'il n'existe aucune relation de causalité entre l'IDE et la croissance économique, les effets de la croissance sur l'IDE sont plus prononcés².

2. Les effets des flux de dette

Comme nous l'avons cité précédemment, certains types de capitaux étrangers peuvent promouvoir la croissance et le développement économique. Parmi les différents types de flux de capitaux étrangers, la dette extérieure constitue une importante source de financement extérieur pour beaucoup de pays en développement et en transition. Cette dette extérieure peut être due par des entités du secteur public ou des entités du secteur privé du pays débiteur. D'après le guide du FMI (2003), « La dette extérieure brute est égale au montant, à une date donnée, de l'encours des engagements courants effectifs, non conditionnels, qui comportent l'obligation pour le débiteur d'effectuer un ou plusieurs paiements pour rembourser le principal et/ou verser des intérêts, à un ou plusieurs moments futurs, et qui sont dus à des non-

¹ Choe, J.I. (2003), "Do Foreign Direct Investment and Gross Domestic Investment Promote Economic Growth ?" *Review of Development Economics*, 7(1), p. 45.

² Choe, J.I. (2003), *op.cit.* pp. 53-54.

résidents par des résidents d'une économie »¹. Par ailleurs, ce type de capitaux étrangers peut être divisé en plusieurs catégories comme les suivantes² :

- Les créances accordées par les institutions financières internationales (telles que le FMI, la Banque Mondiale ou les banques régionales de développement) constituent la *dette multilatérale*.
- Les créances accordées par les créanciers bilatéraux officiels, c'est-à-dire les Etats (gouvernements ou leurs institutions compétentes, en particuliers les agences de crédit à l'exportation), constituent la *dette bilatérale*. Les créances bilatérales officielles proviennent de deux types de financement :
 - *Les crédits garantis* par les gouvernements ou leurs institutions compétentes (dans la plupart des cas, ce sont des crédits commerciaux accordés pour financer les importations du pays débiteur) ;
 - *Les prêts des gouvernements* ou de leurs institutions officielles ou aux entités publiques du pays débiteur. Les prêts gouvernementaux peuvent être accordés aux conditions de l'Aide Publique au Développement (APD), telle que définie par l'OCDE (prêts à taux faible destinés à financer le développement du pays débiteur).
- Tous les créanciers autres que ceux mentionnés plus haut sont *des créanciers privés* (il s'agit principalement des entreprises privées fournisseurs, des banques commerciales et des porteurs obligataires).

Or, on peut distinguer quatre cas de figure : les prêts publics accordés au secteur public, les prêts publics accordés au secteur privé, les prêts privés accordés au secteur public et les prêts privés accordés au secteur privé des pays emprunteurs. Ainsi, les flux de dette se divisent en flux à court terme et flux à long terme³.

¹ Statistiques de la dette extérieure (2003), "guide pour les statisticiens et les utilisateurs", Washington, Fonds Monétaire International, 2003, p.7.

² Le site officiel du Club de Paris, <http://clubdeparis.org>, cité dans, Syssoyeva. I, (2010), op.cit. p. 224.

³ On trouve la trace de tous ces types de flux de capitaux dans la liste des postes du compte de capital de la balance du paiement.

2.1 Les flux de dette à court terme

La dette internationale à court terme est définie comme la dette extérieure à échéance maximale d'un an. Selon la banque mondiale (2000)¹, « la dette à court terme ne comprend que les engagements extérieurs à l'échéance initiale d'un an au plus, mais elle inclut les crédits commerciaux officiels accordés aux pays en développement et communiqués par l'OCDE ». Malgré le grand nombre d'avantage apporté par l'endettement extérieur, ce type de flux de dette (à court terme) est considéré comme le moins stable et le plus exposé à des revirements soudains par rapport aux autres types de flux de capitaux étrangers.

Comme le montrent D. Rodrik et A. Velasco (1999)², le ratio de la dette à court terme (privé ou publique) en pourcentage des réserves internationales est un bon indicateur d'apparition des crises financières dans les pays émergents. Selon ces auteurs, dans les pays où la dette à court terme est supérieure des réserves internationales, ils sont trois fois plus susceptibles de subir une sortie soudaine et massive de capitaux. Leurs résultats indiquent également que la gravité des crises s'intensifie quand les entrées des flux de dette à court terme augmentent dans les pays.

Selon l'étude de la banque mondiale (2000)³, les prêts à court terme dans les pays en développement semblent être de nature *procyclique* (ils ont tendance à augmenter pendant le cycle d'accélération de la croissance et diminuer quand le taux de croissance du PIB baisse). Les résultats de cette étude qui porte sur les données de vingt pays en développement et durant la période allant de 1987 à 1998, montre qu'en période de choc défavorable, la dette à court terme baisse deux fois plus vite qu'elle n'augmente en période de choc positif.

Toutefois, même si les flux de dette à court terme sont les flux de capitaux privés les plus volatils et ceux qui risquent le plus d'être retirés massivement en période difficile, d'après D. Diamond et R. Rajan (2000)⁴, l'augmentation de la vulnérabilité des pays en développement aux crises financières n'est pas seulement la raison des stocks importants de dette à court terme, mais elle est plutôt la conséquence de l'illiquidité et de la détérioration de la qualité des emprunteurs. En fait, si on prend l'exemple de certains pays qui ont un climat d'investissement défavorable, leurs institutions financières souhaitent accorder des crédits aux

¹ World Bank. (2000) "The Benefits and Risks of Short-Term Borrowing", Global Development Finance, Vol.1, Chapter 4, pp.77-95, p.92.

² Rodrik D., Velasco A. (1999) "short-term capital flows", NBER Working Paper No. 7364, pp.2-22.

³ World Bank. (2000) op.cit, p. 85-87.

⁴ Diamond, D., Rajan, R. (2000) "Banks, Short Term Debt, and Financial Crises : Theory, Policy Implications, and Applications", NBER Working Paper No. 7764.

emprunteurs et fournir la liquidité nécessaire mais malheureusement ils ne peuvent pas et ils doivent s'endetter à court terme. De ce fait, les dettes à court terme permettent aux pays pauvres en capital et qui n'ont pas les moyens d'attirer les capitaux à long terme (comme les IDE) de financer leur investissements nationales même si cela les expose à de plus grands risques.

2.2 Les flux de dette à long terme

En ce qui concerne les flux de dette à long terme, ils sont définis comme toutes les créances dont l'échéance initiale est supérieure à un an¹ ; et ils sont composés de différents formes de flux, telles que les crédits bancaires à long terme, les crédits commerciaux à long terme (ces derniers sont définis comme des crédits qui recouvre seulement les créances et engagements créés du fait du crédit accordé directement par les fournisseurs et par les acheteurs pour les transactions portant sur des biens et des services, ainsi que les avances payées au titre des travaux en cours (ou à effectuer))², et les flux publics comme l'Aide publique au développement (APD)³. Cette dernière constitue la source importante de revenu pour beaucoup de pays en développement et en transition.

Théoriquement, l'investissement présente un important catalyseur de l'innovation, de la réduction de la pauvreté et de la croissance économique. Toutefois, dans beaucoup de pays en développement et en transition, les taux d'investissement domestiques sont faibles, dans ce cas, les flux de dette à long terme peuvent jouer un rôle essentiel à cet égard en participant à fournir les ressources financières nécessaires aux entreprises domestiques, à contribuer à l'amélioration des conditions dans lesquelles s'exerce l'activité du secteur privé et en soutenons les entreprises dans les efforts qu'elles fournissent pour répondre aux besoins, ce qui ouvrira la voie à une croissance forte et soutenue.

Pour conclure, nous pouvons dire qu'à l'heure actuelle, il n'existe pas de preuve solide, du coté empirique, que les flux de dette favorisent la croissance économique dans tous les cas. Malgré leurs impacts bénéfiques, dans certains cas, les flux de dette peuvent être néfastes

¹ Les statistiques de la dette extérieure établies par les organismes internationaux : guide des statistiques de la dette extérieure, quatrième partie, pp. 205-237, p.216.

² Les statistiques de la dette extérieure établies par les organismes internationaux, op.cit. p. 211.

³ Selon l'OCDE 2005, op cit, p.36, « L'APD est composé de dons et de prêts assortis de conditions libérales, versés essentiellement dans le but de favoriser le développement et l'amélioration du bien-être des populations des pays bénéficiaires par des organismes du secteur public d'un pays donneur à un pays en développement ou à une organisation multilatérale active dans le domaine du développement ».

pour l'économie d'un pays. D'après Kose et al (2006)¹, dans un pays ayant un système financier sous-développé et un secteur bancaire mal surveillé, les flux de dette peuvent conduire à une allocation inefficace des ressources financières, créer un problème d'aléa moral dans le cas où la dette est implicitement garantie par le gouvernement (cas de la dette privée) et/ou par les institutions financières internationales (dette privée et dette souveraine).

3. Les investissements de portefeuille

Les investissements de portefeuille (IPF) peuvent être définis comme des achats de titres de propriété ou de créances par des épargnants (dans notre cas, par les épargnants étrangers) qui désirent simplement placer leurs argents dans l'optique d'une plus-value future, sans pour autant prendre le contrôle de l'entreprise². Le Fonds Monétaire International considère l'achat des actions comme un investissement de portefeuille (un placement) seulement si le total des actions détenues représente moins de dix pourcent du capital social de l'entreprise. Et à la différence d'un investissement direct, l'investissement de portefeuille n'établit pas généralement la prise d'un intérêt durable dans une entreprise et il ne permet pas à l'investisseur de participer à la gestion de cette entité. Ces flux de capitaux se composent de deux types : les flux de portefeuille sous forme de participations et les flux de portefeuille obligataires³.

Parmi les avantages de l'investissement de portefeuille sous forme de participations étrangères cités dans la littérature est que ce dernier offre de nouvelles opportunités pour la diversification des risques, représente de nouvelles sources de financement des projets d'investissement locaux, il participe au développement du secteur financier et il offre de nouveaux instruments financiers. De ce fait, la majorité des études mènent à penser que les investissements de portefeuille en actions ont un impact positif sur la croissance économique.

Si on prend l'exemple de l'étude du Centre de Développement de l'OCDE, M. Soto (2000)⁴ a fait une analyse des effets de différents flux de capitaux privés sur la croissance, et cela, pour un échantillon de quarante-quatre pays non-membre de l'OCDE entre 1986 et 1997. Les résultats de cette étude révèlent que, parmi les différents flux de capitaux, les investissements

¹ Kose, M.A., Prasad, E.S., Rogoff, K., Wei, S.-J. (2006), op.cit, p. 601.

² Syssoyeva I. (2010) op.cit. p.234.

³ Les investissements de portefeuille en obligations (flux de dette à court terme) ont été partiellement présentés dans le paragraphe précédent.

⁴ Soto M. (2000) "Capital Flows and Growth in Developing Countries : Recent Empirical Evidence," *OECD Development Center*, Working Paper No.160.

de portefeuille ont l'impact le plus important sur la croissance. Plus précisément, l'auteur a trouvé une corrélation positive et robuste entre les prises de participation (flux de portefeuille en actions) et la croissance. Tandis qu'entre les flux de portefeuille en obligations et la croissance, il est arrivé à un lien non-significatif. Cette corrélation positive entre les flux de portefeuille en actions et la croissance économique est expliquée selon l'auteur par le fait que ce type de flux peut augmenter la liquidité des marchés boursiers nationaux et ainsi améliorer l'affectation des ressources tout en réduisant le cout du capital pour les activités très rentables¹.

Deux autres auteurs, J.L. Butkiewicz et H. Yanikkaya (2008)², ont essayé de tester les effets de la libéralisation du compte de capital sur la croissance économique. En menant leur étude sur un panel de cent quatorze pays développés et en développement sur la période allant de 1970 à 1997. Les résultats de l'étude indiquent que les pays qui reçoivent des flux importants d'investissements directs étrangers et d'investissements de portefeuille réaliseront une croissance forte et rapide. Cependant, les investissements de portefeuille en actions ont un impact positif sur la croissance, tandis que les investissements de portefeuille en obligations ont un impact plutôt négatif. Ce résultat peut être expliqué par le fait que les investissements de portefeuille obligataires peuvent diminuer le taux de croissance dans les pays en développement et/ou transition en augmentant la volatilité des marchés financiers locaux. Comme ce type de flux est très sensible à la situation économique et politique dans le pays d'accueil, des changements insignifiants dans la politique économique d'un pays ou des changements dans le régime politique peuvent provoquer une sortie ou une entrée massive de ces capitaux, en mettant le pays dans une situation de « turbulence financière »³.

Cependant, même si les titres de participation peuvent avoir un effet positif sur la croissance par plusieurs canaux, la stabilité de ces flux peut subir des fluctuations à cause de l'absence d'un intérêt durable des investisseurs (du fait de la durée plus courte de la maturité des investissements de portefeuille en actions).

¹ Soto, M. (2000), op citp. 19.

² Butkiewicz, J.L., Yanikkaya, H., (2008), "Capital account openness, international trade, and economic growth: A cross-country empirical investigation," *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol.44, No. 2, pp 15-38.

³ Butkiewicz, J.L., Yanikkaya, H., (2008), op.cit. p. 25.

4. Les « transferts de fonds »

Les envois de fonds des émigrés (Remittances en anglais) présente aujourd'hui une source importante de financement pour les pays en développement et en transition. D'une façon générale, ces envois de fonds correspondent à la part des revenus gagnés à l'étranger que les migrants rapatrient chez eux (l'argent envoyé par les travailleurs migrants à leurs familles ou à leurs amis résidant dans les pays d'origine).

Les avantages des envois de fonds sont assez larges. Les motivations peuvent aller du pur altruisme (le migrant s'inquiète sur ceux qu'il a laissés derrière lui en envoyant de l'argent pour améliorer leur bien-être et les conditions de vie de sa famille), au pur égoïsme (le migrant veut investir dans son pays d'origine en vue de son retour au pays)¹. Or, puisque les transferts de fonds constituent la source la plus stable des devises pour beaucoup de pays en développement, dans certains cas, ces fonds sont utilisés pour payer des importations, ainsi que pour rembourser la dette extérieure du pays. D'après Ratha, D. (2003)², dans certains pays en voie de développement, les banques utilisent les envois de ces fonds attendus dans le futur comme garantie pour obtenir des financements provenant de l'étranger.

Ces flux financiers ont connu une évolution plutôt spéculative ces dernières années. Selon D. Ratha (2003), les envois de fonds sont la deuxième source, avant l'Aide publique au développement et après l'IDE, de financement externe pour les pays en développement³. En outre, comme le montrent A. Tykhonenko et C. Berthomieu (2009), les envois de fonds peuvent être, dans certains cas, supérieurs aux entrées des IDE⁴.

Cependant, il est difficile de savoir l'ampleur exacte de ces flux parce que les données, communiquées par les différentes institutions financières, ne prennent pas en compte les envois de fonds non enregistrés, c'est-à-dire ceux qui passe par les circuits informels⁵.

¹ Syssoyeva, I. (2010), op.cit. p. 212.

² Radha, D. (2003), "Workers Remittances : An Important and Stable Source of External Development Finance", Global Development Finance 2003, World Bank, <http://web.worldbank.org/>.

³ Radha, D. (2003), op.cit. p.157.

⁴ Tykhonenko. A et Berthomieu. C (2009), "Macroeconomic Implications of Remittances in MENA and Mediterranean countries", *Topics in the Middle Eastern and North African Economies, Electronic Journal*, Vol. 11, Middle East Economic Association and Loyola University Chicago, September 2009, <http://www.luc.edu/orgs/meea>, p.1.

⁵ En fait, l'argent des immigrants peut être envoyé par les canaux informels (remise par des amis ou des membres de la famille), par l'intermédiaire d'ONG ou de missions religieuses.

4.1 Les effets positifs des transferts de fonds

D'une façon générale, les envois de fonds jouent un rôle important dans l'accroissement du taux de croissance d'une économie.

4.1.1 La réduction de la pauvreté

Théoriquement, les envois de fonds peuvent affecter la pauvreté de deux façons. Directement, en accroissant le revenu des destinataires de ces fonds, et indirectement via son impact sur la croissance, l'inflation, les taux de change, et l'accès au capital.

De nombreuses études ont analysé et confirmé l'effet de ce type de flux sur la réduction de la pauvreté. Selon l'étude de la banque mondiale (2006) sur les envois de fonds et la pauvreté, « dans certains pays les remises des émigrés ont permis de réduire d'une façon importante la pauvreté (de près de onze pourcent en Ouganda, de six pourcent au Bangladesh) »¹. Aussi, ces envois de fonds, dans les ménages les plus pauvres, peuvent financer l'achat de biens de consommation de base, le logement ainsi que construire des écoles et des hôpitaux.

4.1.2 L'effet du financement des investissements domestiques sur la croissance

Après avoir cité les effets bénéfiques des envois de fonds concernant les ménages les plus pauvres, on peut dire que ces fonds peuvent aussi financer des investissements dans les ménages plus riches, et cela, en fournissant du capital aux petites entreprises domestiques qui affrontent des difficultés d'accès à des ressources financières sur le marché national. P. Mishra (2006)² a trouvé qu'une augmentation de un pourcent des transferts émigrés dans treize pays des Caraïbes provoque une augmentation de l'investissement privé de 0,6 pourcent (en pourcent du PIB) et, de ce fait, que ces fonds contribuent à la croissance économique dans ces pays.

¹ World Bank (2006), "Trends, Determinants and Macroeconomic Effects of Remittances", chapter 4 of Global Economic Prospects 2006, "Economic Implications of remittances and Migration, p. 120.

² Mishra, P. (2006), "Emigration and Brain Drain: Evidence from the Caribbean", IMF Working Paper WP/06/25, International Monetary Fund.

4.2 Les effets négatifs des transferts de fonds

Bien que, généralement, les avantages économiques que représentent les transferts de fonds paraissent importants pour les pays en développement et en transition, ce type de flux de capitaux peut aussi avoir des effets négatifs (précisément dans les pays où ces transferts de fonds constituent un pourcentage très important du PIB).

4.2.1 Une appréciation réelle de la monnaie nationale

D'après la banque mondiale (2006), même si les résultats empiriques montrent que, les effets négatifs de ces transferts de capitaux étrangers en termes de croissance sont limités, il est possible que ce soit le cas, et de façon significative, pour quelques petits pays pour lesquels les envois de fonds sont importants¹. Selon O, Burki et M, Mordasini (2009), si un pays en développement reçoit des envois de fonds en grande quantité, ces transferts peuvent entraîner une appréciation du taux de change réel, suivie d'une perte de compétitivité internationale du pays recevant ces fonds².

Par contre, dans le travail de R. Rajan et A. Subramanian (2005), ces auteurs n'ont pas trouvé de preuves solides que ce type de flux peut vraiment nuire à la croissance économique en diminuant la compétitivité des pays receveurs de fonds³. Ils expliquent cette conclusion par le fait que, dans le cas d'une surévaluation de la monnaie nationale, les émigrés réduiront leurs envois de remises et préféreront envoyer des biens plutôt que de l'argent.

4.2.2 Une dépendance par rapport aux transferts de fonds

Un autre aspect négatif, représenté par, la forte dépendance économique dans laquelle se trouvent certains pays receveurs des remises⁴. Ces derniers affectent négativement et de façon indirecte l'offre domestique de travail ce qui contribue au ralentissement de la croissance économique.

Pour conclure, nous pouvons dire que, les transferts de fonds sont d'une grande utilité ils aident à lutter contre la pauvreté et à réduire les inégalités sociales, mais leur contribution directe à la croissance économique reste encore difficile à évaluer.

¹ World Bank (2006), op. cit. p 104.

² Burki, O, Mordasini, M. (2009), "Envois de fonds par les émigrants : quel impact pour les pays pauvres ?", La vie économique, Revue de politique économique, 6-2009, p. 57.

³ Rajan, R., Subramanian, A. (2005a), "What Undermines Aid's Impact on Growth?" IFM Working Paper No. 05/126, International Monetary Fund, p. 31.

⁴ Les pays où les envois de fonds par les émigrants représentent une partie extrêmement importante du PIB.

Section 3. Les constatations empiriques des effets de l'intégration financière sur la croissance économique

Plusieurs travaux empiriques ont tenté d'examiner la relation entre l'intégration financière et la croissance économique. Nous allons présenter ici une brève revue de la littérature empirique en commençant par les études qui ont trouvé un lien positif entre l'intégration financière et la croissance économique, ensuite nous examinons ceux qui mettent en doute cette relation.

1. Les études démontrant un lien positif entre l'intégration financière et la croissance économique

L'une des premières études à révéler un lien positif entre l'intégration financière et la croissance économique est celle de Quinn (1997)¹. Son travail est remarquable par son développement d'une nouvelle mesure représentant son indice de variation de l'ouverture financière (Δ Quinn) ou un indicateur plus général du degré d'ouverture². Les estimations empiriques de D. Quinn indiquent que la variation de la libéralisation du compte de capital a un effet très significatif sur la croissance du PIB par habitant, dans un échantillon de soixante quatre pays sur la période comprise entre 1958-1989.

M. Klein et G. Olivei (1995 /2006) ont adopté une méthode légèrement différente par rapport aux autres travaux faits dans ce domaine. Ils se sont intéressés tout d'abord au rôle de l'intégration financière sur le développement financier et ils ont analysé ensuite l'impact de ce développement sur la croissance économique. En menant une étude économétrique³ pour un échantillon de quatre vingt quinze pays développés et en développement et sur la période allant de 1986 à 1995, M. Klein et G. Olivei ont observé que les pays ayant des comptes de capitaux ouverts sur une partie ou la totalité de cette période ont connu une augmentation significativement plus importante dans le développement financier par rapport aux pays avec des restrictions sur les opérations en capital. En ce qui concerne l'effet de l'intégration financière sur la croissance économique, ils ont constaté un effet bénéfique mais seulement pour les pays industrialisés⁴. De ce fait, les auteurs ont conclu que les avantages le la

¹ Quinn, D. (1997), op.cit.

² La régression de base comprend également le PIB initial par habitant, l'investissement en pourcentage du PIB, la croissance démographique et les taux de scolarisation dans l'enseignement secondaire.

³ Les auteurs utilisent dans leur travail empirique, l'indicateur du FMI (*SHARE*).

⁴ Klein, M., Olivei, G. (1999/2006), op. cit. p. 18.

libéralisation du compte de capital ne sont pleinement réalisés qu'en présence d'institutions adéquates et des politiques macroéconomiques saines.

Sur un large éventail de pays développés et en développement, De Gregorio (1999) a étudié le lien entre l'intégration financière, le développement financier et la croissance économique. En utilisant un grand nombre d'indicateurs de développement financier et de l'intégration financière sur la période 1960-1993, les résultats de l'étude indiquent qu'il existe une relation positive entre le degré d'intégration financière, le développement financier et la croissance économique. L'auteur a conclu aussi que l'impact bénéfique de l'ouverture financière sur la croissance économique provient essentiellement de l'approfondissement du système financier.

Dans son étude, Baillu (2000)¹ a analysé l'impact des flux de capitaux privés sur la croissance économique pour un échantillon de 40 pays en développement sur la période 1975-1995. L'auteur est arrivé à conclure que les entrées de capitaux favorisent la croissance économique au-delà des simples effets qu'elles produisent sur le niveau des investissements, mais seulement dans les économies dont le secteur bancaire a atteint un certain niveau de développement. Et selon cette étude, ce serait la combinaison entre la profondeur financière et les flux de capitaux qui influencerait sur la croissance.

Pour un échantillon de quarante quatre pays en développement sur la période 1986-1997, Soto et Reisen (2000) ont analysé les effets de six types de flux de capitaux privés (l'investissement direct étranger, les flux de portefeuille participatifs, les flux obligataires, les crédits bancaires à long terme, les crédits bancaires à court terme et les flux officiels) sur la croissance économique. Le principal objectif de cette étude est d'examiner si les différents types de flux ont des effets différents. Les résultats de cette étude indiquent que les différents types de flux n'ont pas le même impact : les IDE et les prises de participation (flux de portefeuille en actions) sont corrélés de façon positive et robuste avec la croissance, les flux en obligations ne montrent pas de liens significatifs avec la croissance. En revanche, les entrées de capitaux bancaires n'exercent une influence positive que dans le cas de pays dont le système bancaire est suffisamment développé.

¹ Baillu, J. (2000), "Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries", Document de travail no 2000-15, Banque du Canada.

Le travail de G. Bekaert, C. Harvey et C. Lundblad (2001) analyse l'impact de l'intégration des marchés boursiers sur la croissance économique. Les auteurs ont conclu que la libéralisation financière affecte la croissance économique et conduit à une augmentation de un pourcent de la croissance annuelle du PIB par habitant sur une période de cinq ans¹, et cela pour un échantillon de quatre vingt quinze pays développés et en développement et sur la période 1981-1997. Ce résultat est robuste pour une grande variété d'expérience, y compris : l'utilisation des données sur les différentes dates de libéralisation, différents échantillons² de pays et en changeant la période d'étude. Le résultat de ce travail soutient l'idée selon laquelle l'intégration financière affecte positivement la croissance dans les pays en développement.

Le but de l'article d'Edwards (2001)³ est d'analyser empiriquement la relation entre la mobilité des capitaux⁴ et les performances économiques⁵ dans l'économie mondiale. L'auteur s'est particulièrement intéressé à deux questions connexes : (a) est ce qu'il existe une preuve qu'une mobilité des capitaux plus élevée est associée (après l'ajustement pour d'autres facteurs) avec une croissance plus forte ? (b) est ce que la relation entre la mobilité des capitaux et la croissance est différente pour les pays émergents et les pays avancés ? En utilisant deux mesures de performances économiques : la croissance du PIB et la croissance de la productivité totale des facteurs au cours des années 1980 et pour un échantillon de soixante deux pays, les résultats d'Edwards suggèrent que les effets de la libéralisation du compte de capital sur les performances économiques dépendent du degré de développement d'une économie.

En utilisant différentes méthodes économétriques, Prasad et al (2003)⁶ ont analysé l'effet de l'intégration financière internationale sur la volatilité macroéconomique, et cela, pour un large éventail de pays industrialisés et en développement pour la période 1960-1999. Ces auteurs sont arrivés à montrer que l'intégration financière affecte positivement la croissance dans la

¹ Bekaert. G, Harvey. C et Lundblad. C (2001), "Does Financial Liberalization Spur Growth?", *NBER Working Paper No. 8245*.p. 34.

² Echantillon 1- 95 pays, échantillon 2- 75 pays, échantillon 3- 50 pays et échantillon 4- 28 pays.

³ Edwards, S. (2001), "Capital Mobility and Economic Performance : Are Emerging Economics Different ?", *NBER Working Paper No. 8076*.

⁴ L'auteur utilise l'indicateur d'ouverture de Quinn (ainsi que Δ Quinn) pour mesurer le degré d'intégration financière.

⁵ Les variables de contrôle qui ont été inclus dans la régression de croissance sont :

- Le ratio d'investissement au cours des années 1980
- Le logarithme du PIB réel par habitant comme mesure de l'activité économique initial.
- Une mesure du capital humain, considérée comme étant le nombre d'années d'études terminées.

⁶ Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J., Kose A. (2003), *op.cit.*

mesure où elle permet d'améliorer les possibilités de partage des risques. Ainsi, ces derniers confirment qu'un système financier développé contribue à diminuer le degré de la volatilité macroéconomique.

L'étude de M. Schularick et T. Steger (2007) évalue l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique en utilisant des données historiques (1880 – 1914) pour vingt quatre pays développés et en développement, et ensuite, compare les résultats aux résultats obtenus pour une période plus récente (1980 – 2002) pour un échantillon composé de cinquante quatre pays développés et en développement. Pour la période (1880 – 1914) les auteurs ont utilisé les entrées de capitaux du Royaume-Uni (en pourcentage du PIB) comme un indicateur de l'intégration financière d'un pays individuel, et ils ont employé, pour la période (1980 – 2002), les entrées brutes de capitaux en pourcentage du PIB (IDE/PIB et IPI/PIB). En utilisant la même méthodologie économétrique dans les deux analyses, les résultats suggèrent que l'intégration financière favorise la croissance économique de manière significative dans la période historique mais ce n'est pas le cas pour la période récente. D'après les auteurs, une des explications possible de ces résultats ambigus, est la différence dans la composition des flux de capitaux, ainsi que les différences dans le cadre institutionnel et juridique du marché financier global au cours de ces deux époques¹.

L'étude de Muhammad Shahbaz et al (2008)² explore la relation entre l'ouverture du compte de capital et la croissance économique à la fois à court terme ainsi qu'à long terme dans le cas d'un petit pays en développement- le Pakistan- et cela pour la période allant de 1971 jusqu'à 2006. En utilisant des techniques d'estimations avancées telles que ARDL (Autorégressive Distributed Lag) pour les relations à long terme et le modèle de corrélation d'erreur ECM pour la dynamique à court terme et en employant un ensemble d'indicateurs comme le PIB par habitant pour mesurer la croissance économique, l'inflation, l'investissement en pourcentage du PIB, la scolarisation dans le secondaire comme proxy du capital humain et la capitalisation boursière comme indicateur du développement financier, les auteurs ont confirmé que l'ouverture du compte de capital favorise la croissance à long terme. Les résultats suggèrent aussi que la croissance économique est également influencée

¹ Schularick M., Steger T. (2007) "Does Financial Integration Spur Economic Growth? New Evidence from the First Era of Financial Globalisation", CESifo Working Paper No. 1691, University of Munich, p. 17.

² Muhammad Shahbaz., Abu Wahid Khalil Ahmad A.R. Chaudhary, (2008) "Capital Account Openness and Economic Growth Nexus: the Case Study of Pakistan", *EAST-WEST Journal of ECONOMICS AND BUSINESS*, Vol. XI – 2008, No 1 & No 2.

par des politiques économiques comme l'inflation qui retarde la croissance tandis que l'amélioration des activités d'investissement stimule l'activité économique dans le pays, le développement du secteur financier stimule la croissance économique et l'augmentation de la formation du capital humain améliore le potentiel du pays à long terme pour une meilleure croissance économique.

Dans son article Honig (2008)¹ a utilisé une variété d'indicateurs pour mesurer l'intégration financière tels que l'indicateur du FMI, de Quinn, de Chinn et Ito ainsi que deux d'autres mesures « les flux de capitaux en pourcentage du PIB » et « les entrées de capitaux en pourcentage du PIB » basées sur les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille, et un ensemble de variables de contrôles² pour démontrer la nature du lien entre la libéralisation du compte de capital et la croissance économique³. Les résultats des estimations montrent un effet significatif de l'intégration financière sur la croissance dans un échantillon de 122 pays⁴ sur une période allant de 1970 à 2005.

En utilisant les données relatives à cent-quatorze pays développés et en développement⁵ et sur la période allant de 1970 à 1997, J. Butkiewicz et H. Yanikkaya (2008) ont montré que l'ouverture complète du compte de capital affecte positivement et significativement la croissance économique dans les pays développés⁶. Par contre, les résultats montrent que l'intégration financière n'a pas d'effet sur la croissance, dans les pays en développement. Ces auteurs soulignent que les effets sur la croissance dépendent du développement économique des pays et, de leur capacité à attirer des flux de capitaux de long terme (notamment des IDE), et ils mettent aussi en avant l'importance de « la qualité » du capital humain.

Le document de Brezigar-masten et al (2010)⁷ fournit une analyse empirique du rôle de l'intégration financière et du développement financier sur la croissance économique de trente

¹ Honig A. (2008) "Addressing Causality in the Effect of Capital Account Liberalization on Growth", *Amherst College, Amherst, MA 01002*.

² Les variables de contrôles utilisées dans la régression de croissance sont : la qualité de la bureaucratie, la corruption, la loi et l'ordre, M2 % du PIB, crédit au secteur privé % du PIB, crédit intérieur fourni par le secteur bancaire % du PIB, commerce % du PIB, l'excédent budgétaire en % du PIB, l'inflation.

³ La croissance économique a été mesurée par la croissance du PIB par habitant (% annuel), investissement en % du PIB, le taux de scolarisation et le PIB réel par habitant.

⁴ Les pays du Golfe sont aussi intégrés dans l'échantillon.

⁵ En excluant de leur échantillon les pays en transition et les considérant comme des pays-exportateurs de pétrole.

⁶ Butkiewicz J., Yanikkaya H. (2008) op cit, p. 20.

⁷ Brezigar-masten. A, Coricelli. F Masten I. (2010) "Financial integration and financial development in

et un pays européens¹ pour la période 1996-2004, et cela, en faisant la distinction entre les périodes de crises financières et « en temps normal ». Les résultats de l'étude confirment un effet positif et significatif de l'intégration financière et du développement financier exercé sur la croissance économique. Ces estimations montrent aussi que le degré d'ouverture financière tend à réduire l'effet de contraction des crises financières.

Dans leur travail, Chaker Aloui et Hichem Saidi (2010)² ont cherché à comprendre le rôle joué par l'ouverture du compte de capital dans l'initiation de la croissance économique. Les deux auteurs ont mené leur étude empirique sur un panel de 60 pays développés et en développement classés en deux groupes, 21 pays membres de l'OCDE et 39 pays non membres de l'OCDE, couvrant la période 1984-2003. Deux méthodes économétriques ont été successivement utilisées pour estimer cette régression, la première est la méthode des moindres carrés ordinaires et la deuxième est la méthode des moments généralisés. Les résultats suggèrent que l'indicateur de la libéralisation du compte de capital affecte positivement la croissance économique pour les pays membres de l'OCDE. Tandis que les estimations du modèle de croissance pour les pays non membres de l'OCDE confirment un effet négatif de l'intégration financière sur la croissance économique ce qui a conduit, selon ces auteurs, ces pays qui sont la plupart des pays en développement, à subir des crises économiques et financières au cours de cette période.

Le but de l'étude de Mougani (2012)³ est de fournir une analyse empirique de certains effets de l'intégration financière internationale sur l'activité économique et la volatilité macro-économique. L'auteur a utilisé deux mesures d'intégration financière : le ratio des flux nets de capitaux au PIB et le ratio des flux d'IDE au PIB. Cette analyse a été également complétée par l'étude de l'impact des canaux de transmission de l'intégration financière sur la croissance en utilisant trois variables de contrôle : le logarithme du taux d'investissement (comme indicateur de la politique économique), le logarithme du ratio du crédit au secteur privé (comme proxy du développement financier) et le ratio du logarithme des exportations et

transition economies : What happens during financial crises ?", Document de travail du centre d'économie de la sorbonne, université paris 1.

¹ UE-27, la Croatie, l'Ukraine, la Fédération de Russie, l'Islande et la Norvège

² Aloui C., Saidi H. (2010) "Capital Account Liberalization and Economic Growth: GMM System Analysis", International Journal of Economics and Finance, Vol. 2, No. 5; November 2010.

³ Mougani G. (2012) "An Analysis of the Impact of Financial Integration on Economic Activity and Macroeconomic Volatility in Africa within the Financial Globalization Context", AFRICAN DEVELOPMENT BANK GROUP, Working Paper No. 144.

importations de biens et de services (comme proxy de l'ouverture commerciale). Dans l'étude de cette relation, ce document a examiné le cas des pays africains classés entre « ouverts » et « fermés » pour la période entre 1976 et 2009. En conclusion, l'impact des flux de capitaux extérieurs sur la croissance semble dépendre principalement des conditions initiales et des politiques mises en œuvre pour stabiliser les investissements étrangers, accroître l'investissement intérieur, la productivité et le commerce, le développement du système financier national et d'autres mesures visant à stimuler la croissance et réduire la pauvreté.

Dans leur article J, Chen et T, Quang (2012)¹ ont étudié les conditions particulières dans lesquelles l'intégration financière internationale améliore la croissance. Les auteurs ont utilisé un ensemble de variables de contrôles choisi en fonction des résultats mis en évidence dans des études antérieures, ces indicateurs comprennent le revenu initial, le capital humain, le taux d'investissement et la croissance de la population. En plus des conditions initiales, ces auteurs ont inclue l'indicateur des dépenses publiques en % du PIB et celui d'inflation pour contrôler les politiques macro-économiques et d'autres variables telles que l'ouverture commerciale, la qualité du cadre institutionnel² et le niveau de développement financier³. En ce qui concerne la variable dépendante, les deux auteurs ont mesuré la croissance économique par la croissance du PIB réel par habitant tandis que l'intégration financière a été mesurée par quatre mesures provenant de la base de données de Lane et Milesi-Ferretti 2007 : les stocks totaux, le total du passif, les IDE et passifs de portefeuille et les dettes. En s'appuyant sur les techniques de panel non-linéaires et en utilisant l'approche de modélisation PTR⁴ pour un échantillon de 80 pays (23 pays industrialisés, 20 pays émergents et 37 pays en développement) observés sur la période 1984-2007, les auteurs ont constaté que les pays qui sont en mesure de récolter les bénéfices de l'intégration financière internationale doivent satisfaire certaines conditions de seuil concernant le développement économique, institutionnel, financier et le taux d'inflation .

¹Chen J., Quang T. (2012) "International Financial Integration and Economic Growth: New Evidence on Threshold Effects", *paris school of economics*, WORKING PAPER N° 2012 – 30.

² Cet indice est composé de cinq élément de risque : la corruption, la loi et l'ordre, la qualité de la bureaucratie, la responsabilité démocratique et les conditions socio-économique.

³ Cet indicateur est égal au crédit intérieur au secteur privé par rapport au PIB.

⁴ PTR panel threshold regression

Une étude récente de Christian Friedrich , Isabel Schnabel , Jeromin Zettelmeyer (2013)¹ a tenté d'expliquer pourquoi l'intégration financière a soulevé des écarts de croissance entre les industries dépendantes de l'extérieur et moins dépendantes dans les pays en transition d'Europe, et pas dans les autres pays avancés ou en développement dans les années qui ont précédé la crise financière mondiale. La principale contribution de cet article est de proposer une nouvelle explication basée sur l'intégration politique². En utilisant la méthodologie de Rajan-Zingales (1998) basée sur des données sectorielles, au cours de la période 1998- 2005 et pour un échantillon de 55 pays (24 pays avancés, 12 pays émergents européens et 19 pays en développement), les auteurs confirment que les industries ayant des besoins élevés de financements extérieur des pays émergents d'Europe ont bénéficié de manière disproportionnée de l'intégration financière, tandis qu'aucun effet n'est constaté pour les autres pays avancés ou en développement, dans la période allant de 1990 jusqu'à avant la crise financière. La différence entre l'effet de l'intégration financière sur les industries émergentes en Europe et d'autres pays peut être expliquée par le niveau élevé de l'intégration politique de cette région avec l'union européen. Ils ont conclu que l'intégration politique et financière sont complémentaires : l'intégration politique augmente considérablement les avantages de l'intégration financière, et accélère ainsi le processus de transition dans les pays en développement. En revanche, l'intégration politique n'a aucun effet sur les différentiels de croissance dans les pays avancés, étant donné que ces pays ont déjà des institutions de haute qualité. Les auteurs confirment que L'intégration politique joue un rôle important, surtout dans les premiers stades de développement des pays.

2. Les études mettant en doute les effets positifs de l'intégration financière sur la croissance économique

Un des premiers travaux empiriques ayant mis en évidence l'absence d'une relation entre la libéralisation du compte de capital³ et la croissance économique a été celle de A. Alesina, V. Grilli et G.M. Milesi-Ferretti (1993). En utilisant un échantillon de vingt pays de l'OCDE pour la période 1950-1989, ces auteurs ont essayé d'étudier les déterminants institutionnels et

¹ Friedrich C., Schnabel I., Zettelmeyer J. (2013) "Financial integration and growth- Why is Emerging Europe different?", *Journal of International Economics* 89, pp. 522-538.

²L'indice de l'intégration politique est construit sur la base de quatre dimensions : une dimension institutionnelle, la coordination des politiques, les attitudes et la stabilité politique.

³ L'intégration financière a été mesuré par le nombre d'années pendant lesquelles il y'a pas eu de restriction sur le compte de capital.

politiques des contrôles de capitaux et leurs impacts sur la croissance économique. Les résultats de ce travail montrent que, non seulement il n'y a pas d'effets du contrôle des capitaux sur la croissance, mais encore l'hypothèse selon laquelle les contrôles des capitaux réduisent significativement le taux de croissance est fortement rejetée¹.

Il ya aussi l'étude de V. Grilli et G.M. Milesi-Ferretti (1995)² qui a aussi analysé les déterminants et les effets des contrôles de capitaux sur un panel de soixante et un pays développés et en développement, et pour la période allant de 1966 à 1989. Ces auteurs ont trouvé des résultats négatifs concernant la relation entre l'intégration financière et le degré de la croissance économique.

Rodrik (1998) a étudié la relation entre la libéralisation du compte capital³ et trois indicateurs de performances économiques : la croissance du PIB par habitant, l'investissement (en pourcentage du PIB) et l'inflation. Chacun de ces indicateurs est mesuré sur la période 1975-1989 et pour un échantillon de 100 pays développés et en développement. L'auteur ne trouve pas non plus la preuve tangible que les pays financièrement intégrés ont des taux de croissance élevés, des taux d'inflation moins important, ni qu'ils investissent plus que les pays davantage fermés aux capitaux étrangers⁴.

Dans son travail, Kraay (1998)⁵ a utilisé plusieurs indicateurs d'intégration financière (notamment Share, l'indicateur d'ouverture de Quinn et un indicateur fondé sur les flux nets réels de capitaux). Chacun de ces indicateurs est associé à un échantillon de taille différente. Il a réalisé des régressions transversales comportant une observation par pays, ou la variable dépendante est l'augmentation de la production entre 1985 et 1997. Les résultats de cette étude indiquent également l'absence de relation significative entre l'intégration financière et la croissance.

¹ Alesina. A, Grilli. V et Milesi-Ferretti G.M. (1993), "The Political Economy of Capital Controls", NBER Working Paper No. 4353, p. 16.

² Grilli V., Milesi-Ferretti G.M. (1995) "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls", IMF Staff Papers, Vol. 42, No.3 septembre, pp. 517-551.

³ L'auteur utilise l'indicateur de l'intégration financière SHARE.

⁴ Rodrik D. (1998) "Who Needs Capital-Account Convertibility?" disponible sur internet <http://Ksghome.harvard.edu>, p. 8.

⁵ Kraay A. (1998) op cit.

Dans une étude portant sur soixante et une économie en développement et sur les périodes 1978-1988 et 1989-1995, Bosworth et collins (1999)¹ ne sont pas arrivés à mettre en évidence un lien positif et direct entre les entrées de capitaux et la croissance.

H. Edison, R. Levine, L. Ricci et T. Slok 2002, dans leur étude : « International Financial Integration and Economic Growth » ont examiné l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique, et ils ont évalué également si cette relation dépend du niveau de développement économique et financière, du système légal, du niveau de la corruption et des politiques macroéconomiques. En utilisant une grande sélection de mesures d'intégration financière internationale avec différentes techniques économétriques (MCO, DLS, les méthodes de panel dynamique) pour 57 pays développés et en développement pendant la période 1980 – 2000, les résultats de cette étude ne soutiennent pas l'idée que l'intégration financière accélère la croissance économique, même en employant des variables de contrôle telles que (les variables du développement économique, financier et des politiques macroéconomiques ...)².

Les résultats de l'étude de H. Edison, R. Levine, L. Ricci et T. Slok (2002) indiquent que l'intégration financière internationale n'accélère pas la croissance, à l'exception de quelques cas isolés, et cela, en utilisant trois indicateurs différents d'intégration financière, à savoir l'indicateur Share, l'indicateur de Quinn, Δ Quinn, et les dates de la libéralisation des marchés boursiers de Bekaert, Harvey et Lundblad (2001). L'échantillon comprend quatre-vingt-neuf pays (développés et en développement), la période d'étude va de 1976 jusqu'à 1995. A la différence de certaines études, les résultats de l'analyse de H. Edison et al. (2002) indiquent que l'ouverture du compte de capital et la libéralisation des marchés boursiers ont une incidence importante sur la croissance dans les pays d'Asie de l'Est, mais ailleurs, ces effets sont moins tangibles, même dans les pays industrialisés³.

B. Eichengreen et D. Leblang (2002)⁴ ont examiné la même relation entre la libéralisation du compte de capital et la croissance économique, mais la contribution des auteurs dans ce travail était de démontrer l'importance du contrôle des crises sur la croissance dans le cadre

¹ Bosworth B., Collins S. (1999) "Capital Inflows, Investment and Growth", Tokyo Club Papers, Vol. 12

² Edison H.j., Levine R., Ricci L., Slok T. (2002) op. cit, p. 772.

³ Edison H.j., Levine R., Ricci L., Slok T. (2002) "Libéralisation du compte de capital et résultats économiques: étude et synthèse", IFM Working Paper No. 02/120 (f). p. 32.

⁴ Eichengreen B, Leblang. D (2002) "Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?".

des effets de la libéralisation du compte de capital. Pour un échantillon de 21 pays durant la période 1880-1997, les auteurs ont utilisé l'estimateur de panel dynamique, ils ont utilisé pour estimer leurs modèle l'indicateur de la croissance du PIB réel par habitant pour mesurer la croissance économique et une mesure binaire du FMI des restrictions sur les mouvements de capitaux du (AREAER) pour mesurer les contrôles de capitaux durant les années récentes, tandis que pour les années antérieurs, les auteurs ont construit une variable analogue à partir de sources historiques, il y a aussi d'autres mesures qui ont été utilisées telles que le logarithme du revenu par habitant, le logarithme du taux de scolarisation dans le primaire et le logarithme du taux de scolarisation dans le secondaire.¹ En accord avec d'autres études récentes, les auteurs ont conclu qu'il est difficile d'identifier un effet robuste de la libéralisation du compte de capital sur la croissance.

Dans son article Xuan Vinh Vo (2005)² a étudié le lien entre l'intégration financière et la croissance économique, en utilisant un échantillon de 79 pays développés et en développement avec des données couvrant la période 1980 – 2003. Les résultats principaux de cette étude indiquent un lien faible et fragile entre l'intégration financière internationale et la croissance économique. L'auteur a précisé que ce résultat ne doit pas être interprété d'une façon que l'intégration financière n'est pas associée à la croissance économique, mais plutôt, que cette relation n'est pas robuste. Il a constaté aussi que ce lien n'est pas significativement différent sous différentes conditions économiques, politiques et institutionnelles.

L'objectif du document d'Abdullahi D. Ahmed (2011)³ est d'examiner un certain nombre de mesures d'intégration financière et son impact sur les performances économiques⁴ en prenant un échantillon de 25 pays d'Afrique sub-saharienne sur une période de 1976-2008. En utilisant cinq mesures d'intégration financière (1) le stock global des actifs et passifs en pourcentage du PIB, (2) le stock de la dette en pourcentage du PIB, (3) le ratio d'entrées et de sorties de capitaux (IDE et investissements de portefeuille), (4) le ratio des entrées de capitaux (IDE et investissements de portefeuille) et une autre mesure d'ouverture financière

¹ Pour tester la robustesse des résultats, les auteurs ont également ajouté d'autres variables dans la régression de croissance : le ratio du commerce /PIB, le taux d'inflation et le développement financier.

² Xuan Vinh Vo (2005) "International Financial Integration and Economic Growth- a panel Analysis", *The Business Review, Cambridge*; Summer 2005; 3, 2; ABI/INFORM Global pg. 143

³ Abdullahi D. Ahmed (2011), « International Financial Integration, Investment and Economic Performance in Sub-Saharan African Countries », *Global Economy Journal*, article 5, volume 11, issue 4.

⁴ Pour évaluer la relation entre l'intégration financière et les performances économiques, l'auteur a utilisé la méthode des moments généralisés GMM.

basée sur des règles comme un proxy de l'intégration financière, cet indice est basé sur le rapport du FMI (AREAER) les résultats de l'étude montre clairement qu'il semble n'y avoir aucun lien solide entre l'ouverture financière et la croissance économique dans cette région. Selon l'auteur, cette conclusion pourrait impliquer que l'ouverture favorise la croissance par des canaux indirects via le développement financier et cela après l'utilisation de deux mesures d'intégration des flux de capitaux et l'indice du FMI, l'auteur observe une corrélation positive et statistiquement significative entre l'intégration financière internationale et le développement financier sous tous les indicateurs sélectionnés. Ce document a étudié aussi l'impact de l'intégration financière internationale dans le cadre de différentes politiques nationales et environnements économiques, les résultats rapportent des preuves suggérant que de bonnes institutions, un niveau plus élevé du capital humain et un environnement macroéconomique stable jouent un rôle important dans l'atténuation des effets négatifs de l'ouverture financière internationale.

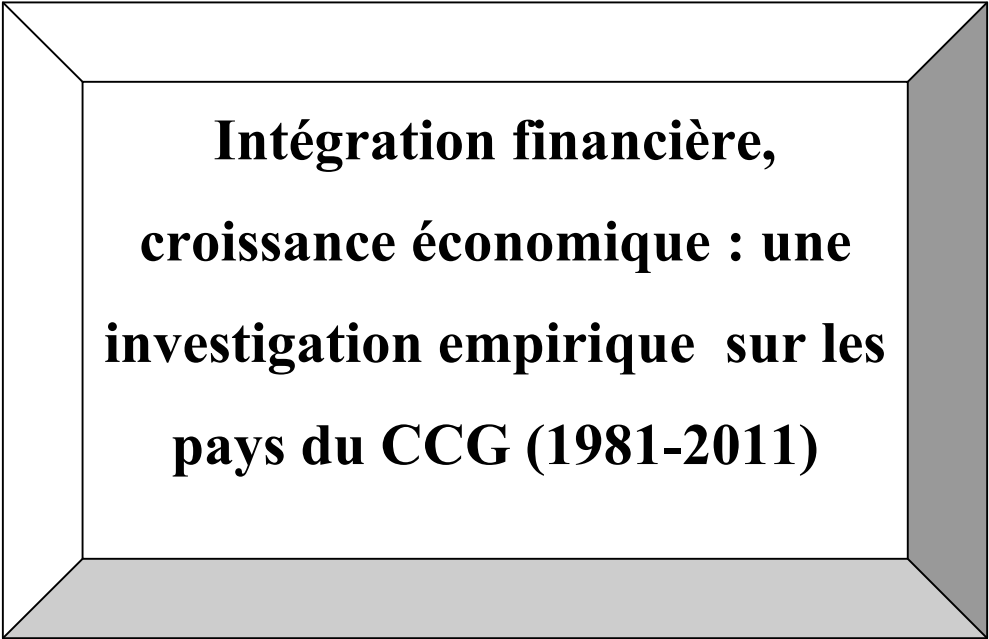
Pour conclure, nous pouvons dire que, l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique continue d'être une des questions les plus débattues parmi les économistes. En fait les résultats de ces études montrent une large divergence, d'un côté, certains auteurs ont montré que la libéralisation du compte de capital a des effets positifs sur la croissance économique et d'un autre côté, d'autres études ne sont pas arrivées à dégager des résultats concluants. Toutefois, le caractère très hétérogène des résultats peut probablement être expliqué par les différences entre les études. En effet, le choix de l'échantillon des pays étudiés varie selon les études, certains auteurs concentrant leur analyse sur les pays industrialisés, d'autres sur les pays en développement, d'autres encore sur un groupe composite de pays. De plus, les périodes d'observation sont différentes, ce qui peut s'avérer particulièrement important pour les pays en développement, étant donné que la libéralisation du compte de capital est un phénomène récent pour un certain nombre d'entre eux. La méthode empirique appliquée (données en coupes transversales, séries chronologiques ou des données de panel) et la technique d'estimation comme les MCO (Moindre Carré Ordinaires), les VI (variables instrumentales) ou encore les MMG (Méthode des moments généralisés) diffèrent d'une analyse à l'autre. Finalement, la mesure de l'intégration financière (de facto ou de jure) choisie par les auteurs, peut aussi être à l'origine de ces conclusion divergentes.

Conclusion

Ce chapitre s'est consacré à examiner de manière critique les études récentes concernant la relation entre l'intégration financière et la croissance économique.

Dans la première section de ce chapitre, nous avons présenté un ensemble de méthodes de mesure de l'intégration financière, nous avons remarqué que chaque mesure possède ses avantages et ses limites, de ce fait, il est très difficile de mesurer de façon consensuelle le degré d'intégration des systèmes financiers. L'absence d'une méthode de mesure universelle et unique représente un obstacle de taille pour les travaux macroéconomiques consacrés à mesurer le degré de l'intégration financière dans un pays. En outre, comme nous savons que les différents types de capitaux ne sont pas « égaux » et peuvent toucher l'économie d'un pays receveur de capitaux étrangers de différente façon, nous avons effectué dans la deuxième section de ce chapitre une revue de la littérature, à la fois théorique et empirique, des effets de différents types de flux de capitaux sur la croissance économique. Après l'analyse de plusieurs travaux dans ce domaine, il est apparu que l'ouverture financière peut avoir un impact positif et durable sur le taux de croissance à travers plusieurs canaux tels que l'IDE et autres investissements, mais, dans certains cas, ils peuvent avoir des effets moins souhaitables. Ainsi, bien que les fondements théoriques ont identifié un certains nombre de canaux à travers lesquels l'intégration financière peut contribuer à promouvoir la croissance économique, cependant, en analysant dans la troisième section plusieurs travaux sur le sujet, il s'est avéré la présence de résultats mitigés sur l'étude de cette relation.

Chapitre III



**Intégration financière,
croissance économique : une
investigation empirique sur les
pays du CCG (1981-2011)**

Introduction du chapitre

Le chapitre précédent a mis en lumière le caractère non concluant des prévisions théoriques et des résultats des travaux empiriques en ce qui concerne l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique. Comme nous l'avons souligné précédemment, d'une part, l'intégration financière peut contribuer à promouvoir la croissance économique à travers l'accumulation du capital et l'innovation technologique. D'autre part, la libéralisation des mouvements de capitaux peut être nuisible à la croissance étant donné son rôle dans la propagation des crises.

Ce chapitre tente d'examiner, via une étude empirique, la nature de la relation entre l'intégration financière et la croissance économique dans les pays du CCG étant donné que ces pays avaient amorcé des réformes financières avec comme principaux objectifs la libéralisation de leurs activités économiques et la création d'une union économique, monétaire, financière et commerciale.

En effet, L'objectif de ce chapitre consiste à répondre à la question suivante : l'intégration financière affecte-t-elle de façon positive la croissance économique dans les pays du CCG? Plus précisément, nous allons vérifier, dans ce qui suit, si l'intégration financière a été susceptible d'augmenter le taux de croissance du PIB réel par habitant dans ces pays. Pour ce faire, nous allons commencer notre analyse par un aperçu général sur le cadre économique et financier des pays du CCG, ensuite, nous passons dans la deuxième section à la présentation de notre démarche analytique et empirique, ainsi que par la présentation des données et des méthodes économétriques. Enfin, dans la troisième section, nous allons présenter les résultats auxquels a abouti notre analyse empirique.

Section1. Aperçu sur le profit général des pays du CCG

Dans le cadre de la présente thèse, nous avons choisi d'étudier le cas de la région du Moyen-Orient et précisément les pays membres au CCG. En effet, nous allons analyser l'impact du processus d'intégration financière de ces pays sur leur croissance économique.

1. Description de la région des pays du CCG

Le Conseil de coopération des États arabes du Golfe ou conseil de coopération du Golfe (CCG) est une organisation régionale regroupant six pétromonarchies arabes et musulmanes du Golfe Persique à savoir : l'Arabie saoudite, Oman, Koweït, Bahreïn, les Émirats arabes unis et le Qatar.

Le schéma suivant présente les principales données sur ces pays :

Figure (III.1) : Les principaux donnés sur les pays du CCG

Démographie		Géographie	
Royaume de Bahreïn  <i>Drapeau de Bahreïn</i>		État du Koweït  <i>Drapeau du Koweït</i>	
 <i>Armoiries de Bahreïn</i>		 <i>Armoiries du Koweït</i>	
Gentilé : Bahreïnien Population totale 1.332.171 Taux de croissance démographique : 2% en 2012	Plus grande ville : Manama Superficie totale : 760 km ² Monnaie : dinar bahreïnien	Gentilé : Koweïtien Population totale 3.368.572 Taux de croissance de la population : 2,9 %	Plus grande ville : Koweït Superficie totale : 17 818 km ² Monnaie : Dinar koweïtien (KWD)
Le Sultanat d'Oman  <i>Drapeau d'Oman</i>		Qatar  <i>Drapeau de Qatar</i>	
 <i>Armoiries d'Oman</i>		 <i>Armoiries de Qatar</i>	
Gentilé : Omanais Population Totale (mars 2014) : 4 000 345 Taux de croissance démographique : 3,1%	Plus grande ville : Sib Superficie totale : 309 500 km ² Monnaie : Rial Omanais (OMR)	Gentilé : Qatarien Population totale (2014) : 2 144 101 Taux de croissance démographique : 7,1 % (2012)	Plus grande ville : Doha Superficie totale : 11 586 km ² Monnaie : Riyal qatarien (Qat)
Royaume d'Arabie saoudite  <i>Drapeau de l'Arabie Saoudite</i>		État Emirats Arabes Unis  <i>Drapeau d'Emirats Arabes Unis</i>	
 <i>Armoiries de l'Arabie Saoudite</i>		 <i>Armoiries d'Emirats Arabes unis</i>	
Gentilé : Saoudien, ne Population totale (2013) : 29 994 272 Taux de croissance démographique annuelle : 2,9% en 2012	Plus grande ville : Riyad Superficie totale : 2 149 690 km ² Monnaie : Riyal saoudien (SAR)	Gentilé : Émirien Population totale : 9.346.129 Taux de croissance de la population : 3 %	Plus grande ville : Dubaï Superficie totale : 83.600 km ² Monnaie : Dirham des Émirats arabe unis

Source : par l'auteur à partir de : <http://France-Diplomatie - Ministère des Affaires étrangères et du Développement international.htm>

2. Le Conseil de Coopération du Golfe (CCG)

Le Conseil de Coopération du Golfe a été créé le 25 mai 1981 entre les six monarchies conservatrices du Golfe. Le conseil a pour but :

- Assurer la coordination, l'intégration et l'interdépendance entre les États membres dans tous les domaines.
- L'approfondissement et le renforcement des liens existants et la coopération entre leurs peuples.
- Mettre des systèmes similaires dans divers domaines, y compris :
 - Les affaires économiques et financières
 - Les affaires commerciales, douanières et de transport
 - L'éducation et les affaires culturelles
 - Les affaires sociales et de santé
 - Les médias et le secteur du tourisme
 - Affaires législatives et administratives
- Faire avancer le progrès scientifique et technique dans les ressources de l'industrie, des mines, de l'agriculture, de l'eau et des animaux, la création d'un centre de recherche scientifique, l'établissement des projets communs et l'encouragement de la coopération du secteur privé pour le bénéfice de leurs populations.

La structure organisationnelle du CCG comprend trois principaux organes¹ :

- **Le Conseil suprême** : représente l'autorité suprême du conseil, composé des chefs des États membres, et se réunit en session ordinaire chaque année, et peut tenir des sessions exceptionnelles à l'invitation d'un état membre et le soutien d'un autre membre. Les objectifs fondamentaux du conseil suprême sont :
 - Examen des affaires qui concernent les états membres.
 - Mettre la politique suprême du conseil de coopération et ces lignes de base.
 - Examiner les recommandations et les rapports, les études et les projets communs qui lui sont soumis par le conseil des ministres.
 - Examiner les rapports et les études établis par le secrétaire général.

¹www.gcc-sg.org

- L'adoption de principes pour faire face à d'autres pays et organisations internationales.
- Définir le règlement du comité de conciliation et la désignation de ces États membre.
- La nomination du secrétaire général.
- L'amendement du statut du conseil et la définition de son règlement intérieur.
- La ratification du budget général du secrétariat.

Un Comité de Conciliation est rattaché à ce conseil afin de servir de médiateur en cas de désaccord entre des pays membres, dont les décisions sont souveraines. Le Conseil Suprême, comme le CCG dans son ensemble, fonctionne sur le principe de l'unanimité.

- **Le Conseil des ministres :** est composé des ministres des affaires étrangères des États membres ou de leurs représentants, le conseil se réunit une fois tous les trois mois et peut tenir des sessions exceptionnelles à l'invitation d'un des membres et le soutien d'un autre membre.

Les tâches principales du conseil des ministres, entre autres sont, de proposer des politiques et faire des recommandations visant à développer la coopération entre les États membres, de travailler à promouvoir et à coordonner les activités entre eux dans divers domaines. Le conseil a également pour mission de préparer les réunions du conseil suprême et la préparation de l'ordre du jour, la rédaction de recommandations et le lancement de projets conjoints ainsi que la supervision du travail du secrétariat général.

- **Le Secrétariat général :**

- Le secrétariat général se compose d'un secrétaire général, des secrétaires assistants et un ensemble de personnels.
- Le secrétaire général est nommé par le conseil suprême et il est choisi parmi les citoyens du CCG pour une période de trois ans, renouvelable une fois.
- Les secrétaires assistants sont nommés par le secrétaire général.
- Le secrétaire général nomme le personnel du secrétariat parmi les citoyens des États membres et ne peut faire d'exclusion sans l'accord du conseil des ministres.
- Le secrétaire général est le responsable direct sur le travail du secrétariat général et le bon fonctionnement des différents secteurs et représente le conseil de coopération, dans les limites des pouvoirs qui lui sont conférés.

Le secrétariat général est l'organe administratif et exécutif qui se charge des principales tâches suivantes : la préparation de l'étude de coopération et de coordination et les plans et les programmes intégrés pour une action commune, la préparation des rapports périodiques sur les travaux du conseil, le suivi de la mise en œuvre des décisions, la préparation des rapports et d'études demandées par le conseil suprême ou le conseil des ministres, la préparation des réunions et de l'ordre du jour du conseil des ministres et les projets de résolutions. Autrement dit, faire appliquer les résolutions et les recommandations du conseil suprême et du conseil des ministres, faire un rapport régulier sur le fonctionnement du CCG et établir le budget.

Le CCG a également un certain nombre de comités et d'organismes spéciaux qui s'occupent des questions de coopération économiques, sociales et culturelles, ainsi que des problèmes de sécurité interne et externe.

➤ **Les principales réalisations :**

Durant les 20 premières années de sa création, le CCG a porté sur la coopération et la coordination dans les domaines sociaux, économiques, financières, politiques et l'intégration régionale, en effet¹ :

- En 1983 les pays membres du CCG se sont entendus sur une gamme de tarifs extérieurs communs, ces pays ont mis en œuvre l'exemption de la plupart des produits nationaux des droits de douane et des procédures douanières simplifiées (le commerce de détail et commerce de gros ont été ouvertes à tout ressortissant CCG en 1990). L'accord par lequel le CCG a été fondé entendait également pour la libre circulation de la main-d'œuvre et des capitaux ainsi que le traitement national complet dans tous les pays du CCG en matière de propriété et de l'activité économique. Cependant, à quelques exceptions (tel que le commerce intérieur), les progrès ont été lents en raison de l'ampleur des travaux techniques nécessaires pour opérationnaliser ces engagements.
- Les efforts d'intégration du CCG se sont ramassés dans les années 2000 après un démarrage lent. En effet, les États membres avaient signé un accord économique en Décembre 2001, qui a apporté un regain d'intérêt pour le commerce, l'investissement, et d'autres questions économiques.

¹ www.gcc-sg.org

- Un accord d'union douanière a été signé en 2003 visant à supprimer les restrictions sur le commerce intérieur et le tarif extérieur commun. En effet, en septembre 1998, les six pays du CCG ont approuvé un projet d'union douanière qui a été soumis à l'OMC mais la mise en œuvre de ce projet, initialement prévue pour mars 2001, a été reportée par le Sommet des Chefs d'Etat de Riyad en novembre 1999. En fait, l'union douanière entre les pays du CCG est entrée en vigueur en 2003 et il devrait initialement être mis en place en 2005, mais de nombreux délais ont reporté sa mise en place au début de l'année 2007.
- Le CCG a déclaré l'état du marché commun en 2008. En fait, l'ouverture de ce marché en janvier 2008 a visé la création d'un environnement unique où les citoyens des pays membres jouissent des mêmes droits et privilèges et, aussi, l'augmentation des investissements et la coopération au sein du CCG, tout en consolidant la position de ces pays dans les échanges internationaux. La mise en place d'un marché commun requiert l'égalité économique de tous les membres des pays participant. L'accord commercial détaille dix domaines dans lesquels l'égalité économique complète doit être atteinte¹ :
 - circulation des personnes et des biens,
 - emplois dans les secteurs privés et publics,
 - systèmes d'assurance sociale et de retraite,
 - éducation, santé et services sociaux,
 - exercice de toutes les fonctions et corps de métier,
 - exercice de toutes les activités économiques, d'investissement et de services,
 - propriété des biens immobiliers,
 - circulation des capitaux (intégration financière)
 - fiscalité,
 - constitution en société et acquisition/vente de participations.

▪ **L'union monétaire**

L'une des étapes les plus évidentes en ce moment vers l'intégration économique et financière est l'union monétaire qui mène à la fois vers une politique monétaire unique et une monnaie unique en une seule gamme de bloc économique. L'union monétaire constitue la dernière étape dans le projet d'intégration économique entre les pays du CCG et avec sa

¹ <http://www.medeia.be/fr/pays/monde-arabe-general/ccg-conseil-de-cooperation-du-golfe/>

réalisation les États membres deviennent effectivement un seul bloc économique au niveau international.

L'idée d'émettre une monnaie unique pour les pays du CCG a commencé avec la création de cela. En effet, en Décembre 2001, le conseil suprême a approuvé d'établir une union monétaire entre les états membres et il a été décidé que le dollar américain soit la monnaie commune entre les pays du conseil avant la fin de l'année 2002, chose qui a été appliquée concrètement par tous les pays dans les délais¹. Le programme consiste aussi à ce que tous les pays membres se mettent d'accord sur les normes de la convergence des performances économiques qui ont un impact sur la stabilité monétaire et financière nécessaire pour la réussite de cette union monétaire. Cela pour le but de préparer le lancement de la monnaie unique pour les pays du conseil, ce qui a été introduit dans « La convention économique entre les pays du conseil de coopération », de l'année 2001 qui stipule ce qui suit : « afin de réaliser l'union monétaire et économique entre les pays du conseil de coopération y compris l'unification de la monnaie ces pays membres doivent réaliser les demandes de cette union selon un calendrier y précis compris le niveau élevé de convergence entre les pays membres dans toutes les politiques économiques. Notamment, les politiques financières et monétaires ainsi que les législations bancaires et mettre les critères d'approximation des taux de performance économique importante pour réaliser la stabilité financière et monétaire, comme les taux du déficit, la dette et les prix »².

Les pays membres dans la convention de l'union monétaire (El Bahreïn, royaume de l'Arabie Saoudite, Qatar, Koweït) ont procédé à l'homologation et au dépôt de la convention de l'union monétaire, cette dernière est entrée en vigueur le 27 février 2010. En conséquence, le conseil d'administration du conseil monétaire a tenu sa première réunion le 30 mars 2010, dont il a décidé le cadre général des étapes exécutives nécessaires pour permettre au conseil monétaire d'exécuter ses tâches à travers l'achèvement du règlement intérieur du travail du conseil monétaire et il a formé des sous-comités pour ça.

¹ D. Mohammed Kheiri EL CHIKH (2012), "Study: financial integration of the Gulf Cooperation Council makes the Gulf capital markets more efficient and effective", Bahrain News Agency

² The Cooperation Council for The Arab States of The Gulf: Secretariat General (2014), "process and achievement", Affairs information sector, Eighth Edition 2014, pp.103

➤ *Le conseil monétaire*

La constitution du conseil monétaire représente l'une des formes de l'intégralité économique et financière pour les Etats du CCG. Ces pays sont considérés comme un modèle Arabe du travail économique et financier commun qui représente une étape stimulante pour activer toutes les formes de cette coopération. En effet¹ :

- Le conseil monétaire des pays du CCG exercera ses taches comme il est stipulé dans la convention du conseil jusqu'à l'établissement de la banque centrale du Golfe qui remplacera automatiquement le conseil monétaire une fois les procédures de son établissement seront finies.
- D'une façon principale, le conseil monétaire vise à créer l'infrastructure demandée pour établir et équiper l'union monétaire, et spécialement, la création de la banque centrale et mettre en place de ces capacités analytique et opérationnelles. Les taches du conseil se consistent à : renforcer la coopération entre les banques centrales nationales pour créer les circonstances nécessaires qui permettent l'établissement de l'union monétaire, préparer les politiques monétaire et les politiques de taux de change et d'intérêt et les coordonnés jusqu'à l'établissement de cette banque centrale.

➤ *La monnaie commune du Golfe*

Les six pays membres ont voté au conseil de coopération des pays du Golfe, lors de son sommet en décembre 2001, en faveur de la création d'une monnaie unique en 2010 et l'établissement d'une banque centrale du golfe qui a comme tache la direction de la politique financière dans la zone de coopération, mais jusqu'à ce jour, ils n'ont pas réussi à réaliser un progrès significatif².

Étant donné la nature stratégique du projet de l'union monétaire, il est attendu qu'il arrive à réaliser des avantages à court terme et d'autres à moyen et à long terme. Parmi les avantages à court terme nous pouvons citer l'annulation des frais de transfert liés aux taux de change des États membres entre eux et cela va réduire les couts du commerce entre ces états, l'augmentation du niveau du commerce intra-régional et la contribution à la hausse du niveau de la compétitivité, parce que le secteur des entreprises et des affaires dans tous les États

¹ D. Mohammed Kheiri EL CHIKH. (2012) op cit.

² D. Mohammed Kheiri EL CHIKH. (2012) op cit

membres va considérer les marchés des États membres comme un seul marché soit par l'accès à ces marchés, ou par le biais de tarification d'une monnaie unique. En ce qui concerne Les avantages stratégiques du projet de l'union monétaire, elles sont les plus importantes, et nous pouvons citer: il impose de relier les pays du CCG effectivement avec une seule politique monétaire et un seul taux de change, et il réduit la probabilité de divergence économique entre les pays à la suite de l'hétérogénéité potentielle des politiques économiques entre eux dans un futur lointain. Aussi, il y a des effets directs possibles de l'union monétaire sur la croissance économique, sur l'emploi, sur la facilitation de transition d'investissement entre les pays du CCG, et l'augmentation de la compétitivité entre les états du Conseil dans le domaine de polarisation des investissements étrangers¹.

3. La structure économique: les principaux caractéristiques des économies du CCG

Les structures économiques des pays du CCG sont très similaires. La prépondérance du secteur des hydrocarbures comme le pétrole contribue fortement au PIB total de ces pays. En effet, pour l'ensemble des pays du CCG, la part des revenus pétroliers dans les recettes budgétaires totale est supérieure à 80%. En outre, ces pays sont des acteurs clés du marché mondial des hydrocarbures, ils détiennent 30% des réserves de pétrole mondiales et 20% des réserves de gaz et leurs parts dans la production mondiale de pétrole et de gaz sont respectivement de 24% et 11%.

¹ The Cooperation Council for The Arab States of The Gulf: Secretariat General (2014), op cit, pp. 103-104.

Le tableau (III.1) : Le classement des pays du CCG dans la production et les réserves mondiaux de pétrole

La production du pétrole			Les réserves du pétrole		
Classement mondial	Pays	2012 (million b/j)	Classement mondial	pays	2012 milliards de barils
1	Les pays du CCG	17.1	1	Les pays du CCG	497.1
2	Russie	10.04	2	Venezuela	297.7
3	Etats-Unis	6.51	3	Iran	157.3
4	Chine	4.11	4	Irak	140.3
5	Iran	3.74	5	Russie	80.0
6	Irak	2.94	6	Libye	48.5
7	Venezuela	2.80	7	Nigeria	37.1
8	Mexique	2.55	8	Kazakhstan	30.0
9	Brésil	2.06	9	Chine	25.6
10	Nigeria	1.95	10	Etats-Unis	23.3
Total des autres pays		19.06	Total des autres pays		141.3
Total mondial		72.86	Total mondial		1,478.2

Source: The Cooperation Council for The Arab States of The Gulf: Secretariat General (2014), “GCC : A Statistical Glance», volume 4, information Affairs Sector-Statistical Department, March 2014, pp. 17-18.

Cependant, à long terme, les perspectives de production pétrolière sont difficiles à appréhender du fait de l’incertitude relative au niveau des réserves. Selon les estimations de Aissaoui (2013)¹, la production des pays du CCG atteindrait un plateau d’ici à 2025, avant d’amorcer une baisse à partir de 2055 et de se trouver fortement réduite à partir de 2100. En termes de rente disponible par habitant, l’étude fait apparaître une relative stabilité pour les pays du GCC en moyenne mais une baisse notable en Arabie Saoudite (de 6275 USD historiquement à 4785 USD), principalement en raison du doublement de la population d’ici à 2050. Il est difficile d’estimer si ce niveau de rente disponible par habitant sera suffisant pour satisfaire les besoins de la population, mais on peut remarquer que le rythme actuel de hausse

¹Aissaoui (2013), “Saudi Arabia’s Economic Diversification: Progress in the context of the GCC and challenges”, Economic Commentary, vol. 8 n° 6, Juin 2013, Apicorp Research.

de la dépendance à la rente pétrolière paraît peu soutenable. Ces perspectives de déclin à long terme pourraient se trouver renforcées par un certain nombre d'éléments autant liés aux évolutions internes des pays du CCG (réduction des ressources exportables disponibles) que de celles du marché mondial de l'énergie (concurrence accrue), ceci représente la source de pression sur la rente. Pour les pays les plus peuplés, le déclin de la rente par habitant pourrait s'avérer politiquement insoutenable.

Toutefois, au cours de la dernière décennie, l'ensemble des pays du CCG ont connu des transformations économiques et financières qui résident dans la diversification de leurs économies en dehors du secteur des hydrocarbures qui est l'axe principal des politiques économiques mises en place. À la faveur des prix élevés du pétrole, les gouvernements de ces pays ont pu financer d'importants programmes d'investissement qui ont permis de stimuler la croissance des secteurs non pétroliers tout en accumulant d'importants réserves en devises et en remboursant leur dette à de très faibles taux d'intérêt. Outre le développement massif de leurs infrastructures et systèmes éducatifs, ces pays ont également mis en œuvre d'ambitieuses réformes favorables aux investisseurs.

Dans une perspective de long terme, la question de la diversification se pose pour l'ensemble des pays, en raison de la baisse tendancielle de la rente pétrolière disponible. En effet, cette diversification reste un objectif commun pour tous les pays.

On va présenter dans ce qui suit les principales caractéristiques sur l'économie de chaque pays :

- **Bahreïn**, les caractéristiques économiques du Bahreïn ¹ :

Dans une région regorgeant d'hydrocarbures, le Bahreïn bénéficie d'une situation économique relativement favorable, la production et le raffinage du pétrole représentent deux tiers des revenus. De plus, Bahreïn s'efforce de se positionner en tant qu'acteur incontournable de la région dans les domaines des services financiers (notamment de l'industrie financière islamique), les télécommunications et les transports. Cette diversification vise à réduire la dépendance du royaume au pétrole à cause de l'épuisement des réserves d'hydrocarbures étant prévu d'ici quelques années. Après les fortes perturbations connues par l'économie au printemps 2011 en raison d'un soulèvement social de grande ampleur qui a déstabilisé le royaume, la situation s'est stabilisée. Le tourisme et les activités

¹ <http://www.expert-comptable-international.info/fr/pays/bahrain/economie-3>

financières et commerciales ont repris. Le Bahreïn a affiché une croissance de près de 5% en 2013, une des meilleures performances de la région.

Pour contenter les protestataires, le pays a engagé des dépenses publiques records en 2012 (hausse des salaires dans la fonction publique, allocations de subvention), qui ont stimulé la consommation privée. Enfin, le pays a reçu 10 milliards de dollars d'aide de ses partenaires du Golfe. L'intervention des forces du Conseil de coopérations du Golfe et en particulier de l'Arabie Saoudite a mis un terme au soulèvement populaire, mais le risque social et politique persiste. Le Bahreïn doit également faire face à un taux de chômage relativement important. Le tableau suivant présente les indicateurs de croissance pour le pays du Bahreïn :

Tableau (III.2) : Les indicateurs de croissance pour le Bahreïn

Indicateurs de croissance	2010	2011	2012	2013	2014 (e)
PIB (milliards USD)	21,49	25,87	27,12	28,36	29,08
PIB (croissance annuelle en %, prix constant)	4,7	2,1	3,4	5,3e	3,3
PIB par habitant (USD)	19,420	22,918	23,555	24,153e	24,275
Endettement de l'Etat (en % du PIB)	35,5	36,5	33,6e	35,4	39,5
Taux d'inflation (%)	2,0	-0,4	2,8	2,7	2,3
Balance des transactions courantes (milliards USD)	0,77	3,25	2,22	3,82	3,45
Balance des transactions courantes (en % du PIB)	3,6	12,6	8,2	13,5	11,9

Source: FMI - World Economic Outlook Database.

<http://www.expert-comptable-international.info/fr/pays/bahrain/economie-3>

Note : (e) Donnée estimée

Le Bahreïn est membre de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC), membre du Conseil de Coopération du Golfe (CCG). Le pays est également membre de la Grande Zone Arabe de libre échange (GAFTA « Greater Arab Free Trade Area »).

- **Koweït**, ce pays est caractérisé par¹ :

Le Koweït est un pays riche, un état-providence financé par les recettes pétrolières (52% du PIB et 94% des revenus d'exportations en 2013) dont bénéficient les citoyens avec des revenus par habitant élevés, de plus de 49.000 USD en 2013. Le pays possède près de 10%

¹ <http://www.expert-comptable-international.info/fr/fiches-pays/koweit/le-contexte-economique-et-politique>

des réserves mondiales de pétrole et a enregistré en 2013, pour la 14ème année consécutive, un excédent budgétaire évalué à plus de 270 milliards USD en cumulé sur 14 ans. Le Koweït tente de se placer comme la porte d'entrée pour les investisseurs souhaitant travailler dans la région. Le secteur public domine l'économie et concentre trois quarts des richesses du pays. En février 2010, un plan de développement des infrastructures sur 2010-2015 a été signé pour une valeur de 100 milliards USD, ce dernier ayant notamment pour but d'ouvrir l'économie du pays au secteur privé.

Grâce aux hausses du prix du baril de pétrole et à l'augmentation de sa production, le Koweït est assuré d'une bonne santé financière dans les prochaines années avec des excédents budgétaires de l'ordre de 25% (30% en 2013), le pays a affiché une croissance de 2,5% en 2013 (contre 6,2% en 2012).

Les recettes pétrolières permettent d'alimenter un Etat providence particulièrement généreux (accès automatique à un emploi public, maintien artificiel des tarifs publics et produits de première nécessité à un niveau très bas, fortes aides à l'accession à la propriété, couverture santé très importantes etc.). Toutefois la production de pétrole est proche de sa capacité maximale et cela impacte sur une croissance en ralentissement.

En dépit de sa bonne santé économique et financière, le Koweït souhaite passer d'une économie de rente à une économie plus ouverte et plus diversifiée. Les autorités sont en effet préoccupées par l'hypertrophie du secteur public, bâti sur la rente pétrolière et financé par elle, dont les limites d'action se font déjà sentir en matière de création d'emploi et d'investissement. Le tableau suivant présente les indicateurs de croissance pour le Koweït :

Tableau (III.3) : Les indicateurs de croissance pour le Koweït

Indicateurs de croissance	2010	2011	2012	2013	2014 (e)
PIB (milliards USD)	119,93	160,67	184,54	186,06	188,12
PIB (croissance annuelle en %, prix constant)	-2,4	6,3	6,2	0,8	2,6
PIB par habitant (USD)	33,481	43,638	48,761e	45,189e	47,048
Endettement de l'Etat (en % du PIB)	10,9	8,2	6,4	5,3	5,1
Taux d'inflation (%)	4,5	4,9	3,2	3,0	3,5
Balance des transactions courantes (milliards USD)	36,95	67,18	79,77	72,09	71,01
Balance des transactions courantes (en % du PIB)	30,8	41,8	43,2	38,7	37,7

Source : FMI - World Economic Outlook Database à partir de :

<http://www.expert-comptable-international.info/fr/fiches-pays/koweit/le-contexte-economique-et-politique>

Note : (e) Donnée estimée

- **Oman**, le secteur économique d'Oman est caractérisé par¹ :

Le Sultanat d'Oman a enregistré un extraordinaire développement économique depuis 2004, principalement grâce à ses ressources pétrolières. Peu touché par la crise financière internationale, l'économie omanaise a affiché une croissance de 5% en 2013. Les hydrocarbures représentent une manne financière très importante, puisqu'ils fournissent actuellement 85% des recettes budgétaires. Les exportations sont en croissance et bénéficient de cours mondiaux élevés. Par conséquent, Oman dispose d'un confortable excédent budgétaire (1 milliard de dollars en 2013). La croissance a aussi bénéficié des dépenses publiques et de la consommation privée, ainsi que de la diversification économique. Celle-ci se manifeste par le développement des secteurs industriels et touristiques et la construction d'infrastructures, telles que la zone économique spéciale de Duqm. En 2013.

Toutefois, le Sultanat dispose des réserves de pétrole et gaz les plus faibles de la région. On estime que la production pétrolière sera épuisée d'ici 45 ans. Cette estimation pourrait cependant être rallongée, compte tenu du développement de nouvelles techniques d'exploration-production, et de production offshore. Néanmoins, le Sultanat, soucieux d'être moins dépendant de ses matières premières, a mis en places des réformes afin de libéraliser et diversifier son économie, dans le cadre d'un "plan vision 2020" visant à axer les investissements dans les secteurs du tourisme, des services financiers et de l'activité portuaire.

Oman est entré dans son huitième plan quinquennal (2011/2015), dont les objectifs sont multiples : hausse du PIB, augmentation du niveau de vie, maîtrise de l'inflation, développement du secteur privé, éducation et aide à la création d'entreprise. L'État cherche également à réduire sa participation dans de nombreuses entreprises en favorisant les privatisations et l'ouverture aux capitaux étrangers. En 2014, les dépenses publiques ont augmenté, notamment pour financer des projets d'investissements (infrastructures de transport, de production d'hydrocarbures et touristiques). Oman bénéficie d'une situation financière relativement saine. La dette extérieure est relativement peu élevée comparée aux réserves d'or et de devises étrangères (8,5 milliards EUR). Les banques omanaises ont peu souffert de la crise financière internationale. Le principal défi du pays pour les prochaines années est la gestion des conséquences de son évolution démographique : en 2012, près de 40% de la population avait moins de 15 ans. Le tableau suivant présente les indicateurs de croissance d'Oman :

¹ <http://www.planet-expert.com/fr/pays/oman/economie-3>

Tableau (III.4) : Les indicateurs de croissance d'Oman

Indicateurs de croissance	2010	2011	2012	2013	2014 (e)
PIB (milliards USD)	58,81	69,97	78,29	81,95	84,00
PIB (croissance annuelle en %, prix constant)	5,6	4,5	5,0	5,1e	3,4
PIB par habitant (USD)	23,351	23,380	25,356	21,456e	25,545
Endettement de l'Etat (en % du PIB)	5,5	5,5	6,0e	6,9	7,8
Taux d'inflation (%)	3,3	4,0	2,9	2,8	3,2
Balance des transactions courantes (milliards USD)	5,87	10,72	9,05e	8,27	6,14
Balance des transactions courantes (en % du PIB)	10,0	15,3	11,6e	10,1	7,3

Source: FMI - World Economic Outlook Database:
<http://www.planet-expert.com/fr/pays/oman/economie-3>

Note : (e) Donnée estimée

▪ **Qatar**, l'économie de Qatar est caractérisé par¹ :

Le pays enregistre depuis quelques années une croissance forte (5% en 2013). La production de gaz naturel liquéfié (GNL) a fortement augmenté, l'industrie gazière, qui représente deux tiers du PIB, fonctionne désormais à plein régime. Et en tant que troisième producteur mondial de gaz en 2013, le Qatar détient 16% des réserves mondiales, soit l'équivalent de près de 250 années d'exploitation. Le Qatar a réussi à diversifier considérablement son économie en développant des projets de grands travaux. Ce sont surtout ces projets d'infrastructures qui ont contribué à la forte croissance en 2013, développés dans le cadre du plan de développement "Vision 2030".

Le Qatar est un pays riche, qui possède le deuxième plus haut revenu par habitant du monde, après le Liechtenstein. Le Qatar possède un secteur bancaire solide et rentable. Il bénéficie d'une grande stabilité politique et d'un important rayonnement international. Le tableau suivant présente les indicateurs de croissance de Qatar :

¹ <http://www.champagne-ardenne-export.com/fr/marches/fiches-pays/qatar/economie-3>

Tableau (III.5) : Les indicateurs de croissance de Qatar

Indicateurs de croissance	2010	2011	2012	2013	2014 (e)
PIB (milliards USD)	125,12	171,48	192,40	199,91	209,85
PIB (croissance annuelle en %, prix constant)	16,7	13,0	6,2	5,1e	5,0
PIB par habitant (USD)	74,210	100,410	104,756	104,655 ^e	105,637
Endettement de l'Etat (en % du PIB)	39,3	37,0	35,8	32,8	29,8
Taux d'inflation (%)	-2,4	1,9	1,9	3,1	4,0
Balance des transactions courantes (milliards USD)	23,80	51,98	62,34	59,19	53,83
Balance des transactions courantes (en % du PIB)	19,0	30,3	32,4	30,9	25,6

Source : FMI - World Economic Outlook Database - à partir de

<http://www.champagne-ardenne-export.com/fr/marches/fiches-pays/qatar/economie-3>

Note : (e) Donnée estimée

▪ **L'Arabie Saoudite**, les caractéristiques économiques de l'Arabie Saoudite¹ :

Ce pays est la première puissance économique du Moyen-Orient et le plus riche pays arabe. L'économie de l'Arabie Saoudite est entièrement basée sur le pétrole. La politique de grands travaux menés par le gouvernement ainsi que les investissements directs étrangers et la solidité du système bancaire et financier ont permis à ce pays de devenir la première économie régionale et l'une des principales dans le monde.

En 2013, le gouvernement a poursuivi son programme d'investissements quinquennal commencé en 2011 et a mis en place une politique de "saoudisation" du marché du travail couplée d'une campagne de lutte contre l'immigration clandestine. Le gouvernement a également poursuivi le développement de l'industrie pétrolière et gazière, tout en cherchant à diversifier l'économie en développant le secteur manufacturier, les services, et en encourageant le secteur privé. Pour 2014, le pays a adopté un nouveau budget record, culminant à 228 milliards USD. Ce budget met l'accent sur l'éducation et la santé, qui comptent pour 38% des dépenses totales, ainsi que sur les projets d'infrastructures. Contrairement aux deux budgets précédents, le budget 2014 envisage néanmoins un retour à l'équilibre plutôt qu'un excédent.

Le niveau de vie est un des plus élevés de la région avec un PIB/habitant de plus de 20.000 USD. Le pays est tout de même marqué par un taux de chômage d'environ 12% affectant

¹ <http://www.expert-comptable-international.info/fr/fiches-pays/arabie-saoudite/contexte-politique>

surtout les jeunes, et de fortes inégalités. Le tableau suivant présente les indicateurs de croissance de l'Arabie Saoudite :

Tableau (III.6) : Les indicateurs de croissance de l'Arabie Saoudite

Indicateurs de croissance	2010	2011	2012	2013	2014 (e)
PIB (milliards USD)	526,81	669,51	711,05	718,47	746,82
PIB (croissance annuelle en %, prix constant)	7,4	8,6	5,1	3,6e	4,4
PIB par habitant (USD)	19,413	23,599e	24,524	24,246	24,685
Endettement de l'Etat (en % du PIB)	8,5	5,4	3,7	3,3e	2,8
Taux d'inflation (%)	3,8	3,7	2,9	3,8e	3,6
Balance des transactions courantes (milliards USD)	66,75	158,58	164,69	138,80e	132,02
Balance des transactions courantes (en % du PIB)	12,7	23,7	23,2	19,3e	17,7

Source: FMI - World Economic Outlook Database - à partir de :

<http://www.expert-comptable-international.info/fr/fiches-pays/arabie-saoudite/contexte-politique>

Note : (e) Donnée estimée

▪ **L'Émirats Arabes Unis**, l'économie de ce pays est caractérisé par¹ :

Bénéficiant d'une stabilité politique dans une région en ébullition, ainsi que de prix pétroliers élevés, les Emirats Arabes Unis (EAU) ont maintenu une croissance économique soutenue en 2013 (4,5%). Le PIB des EAU est dominé par la puissance économique d'Abu Dhabi (60%), notamment par sa production d'hydrocarbures et par sa gestion de la quasi-totalité de l'épargne. Dubaï participe à hauteur de 26% au PIB et constitue la plate forme commerciale des Emirats, notamment avec ses infrastructures portuaires et aéroportuaires.

L'économie des EAU se porte plutôt bien, caractérisée par une faible inflation, des recettes touristiques croissantes et un confortable excédent budgétaire. Le léger ralentissement de la croissance du secteur pétrolier à Abou Dhabi a été compensé par l'accélération du développement des activités hors hydrocarbures à Dubaï grâce à la poursuite de l'assainissement financier. A Dubaï, les projets pharaoniques gelés pendant la crise seront relancés, et de nouveaux projets sont prévus. Abou Dhabi mise sur la diversification économique et le développement de sources alternatives d'énergie. Le lancement d'un parc de centrales nucléaires est prévu pour 2017, ainsi que des investissements massifs dans les énergies renouvelables avec le projet « Masdar » de 22 milliards USD. Reste à mettre en

¹ <http://www.planet-expert.com/fr/pays/emirats-arabes-unis/contexte-economique>

place des règles plus strictes d'encadrement du secteur bancaire et de l'immobilier pour éviter les crises cycliques. Conscients du caractère épuisable des ressources pétrolières, les EAU ont lancé une politique de diversification économique afin de réduire la dépendance par rapport aux hydrocarbures et de garantir une plus juste répartition des richesses.

Les Emirats possèdent l'un des revenus par habitant les plus élevés du monde et le système de sécurité sociale est très protecteur. Les EAU détiennent l'un des taux de chômage les plus bas du Moyen-Orient (4,5%), et dépendent fortement des travailleurs étrangers (plus de 85% de la main d'œuvre). Une politique d'Emiratisation a été lancée pour favoriser l'emploi des nationaux. Le tableau suivant présente les indicateurs de croissance de l'Emirats Arabes Unis :

Tableau (III.7) : Les indicateurs de croissance de l'Emirats Arabes Unis

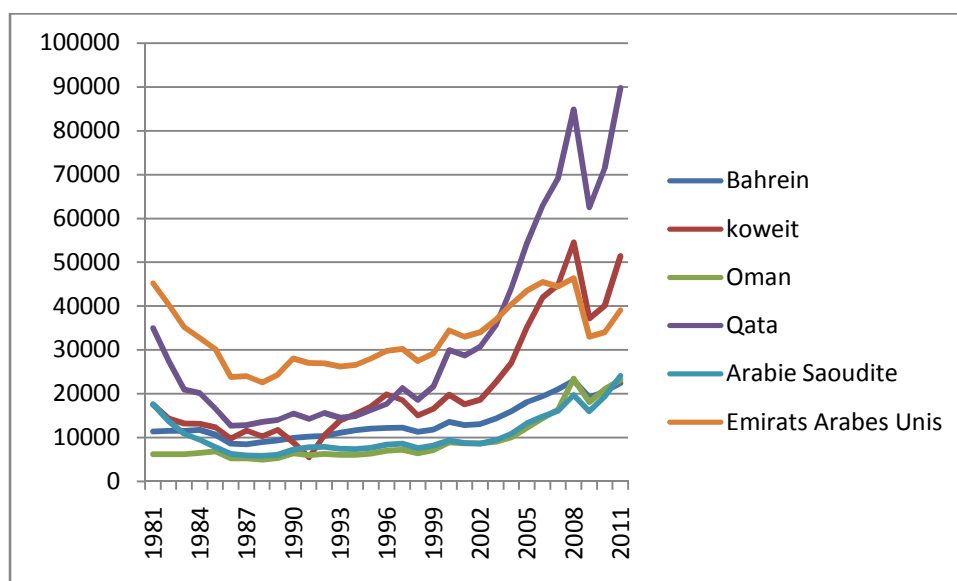
Indicateurs de croissance	2010	2011	2012	2013	2014 (e)
PIB (milliards USD)	287,42	348,60	383,80	389,99	403,92
PIB (croissance annuelle en %, prix constant)	1,7	3,9	4,4	4,0	3,9
PIB par habitant (USD)	34,778	40,951	43,774	43,185	43,424
Endettement de l'Etat (en % du PIB)	22,1	17,4	16,5	16,7	16,8
Taux d'inflation (%)	0,9	0,9	0,7	1,5	2,5
Balance des transactions courantes (milliards USD)	7,24	50,95	66,55	59,45	62,85
Balance des transactions courantes (en % du PIB)	2,5	14,6	17,3	15,2	15,6

Source : FMI - World Economic Outlook Database -, à partir de :

<http://www.planet-expert.com/fr/pays/emirats-arabes-unis/contexte-economique>

Note : (e) Donnée estimée

La figure (III.1) illustre l'évolution de la croissance économique dans tous les pays du CCG mesurée par PIB par habitant, et cela, au cours de la période (1981-2011).

Figure (III.2) : La croissance économique dans les pays du CCG

Source: « Statistical, Economic and Social Research and Training centre for Islamic countries (SESRIC) »

A partir du graphe, on constate qu'à l'exception de Bahreïn et Oman, les pays du CCG ont connu une augmentation considérable du PIB par habitant au début des années 1980 (en référence à l'augmentation des prix du pétrole au cours de cette période), puis un déclin au milieu et à la fin des années 1980 (en référence à la baisse des prix du pétrole au cours de cette période). Au début des années 2000, le PIB par habitant a repris son évolution dans tous les pays du CCG, une période où les prix du pétrole ont commencé à augmenter à nouveau. Ensuite, ces pays ont connu un autre déclin vers la fin des années 2008 exprimé par la baisse des valeurs du PIB par habitant. Cette situation peut être expliquée par les effets de la crise financière internationale qui a éclaté en 2007 et qui s'est diffusée rapidement dans le reste du monde vers la fin des années 2008 (la crise de subprime).

4. Le commerce intra-régional dans les pays du CCG

La politique de coopération économique et commerciale adoptée par le conseil a contribué dans le développement du commerce intra-régional entre les pays du CCG qui a doublé de volume une dizaine de fois entre les années 1983 et 2012. Bien que le volume du commerce intra-régional du CCG en 1983 fût limité à 0,9 milliards de dollars, la valeur des échanges

commerciaux entre les États membres est passée à 87,7 milliards de dollars en 2012. Cette augmentation est due à un aspect fondamental qui réside dans les décisions prises par les États membres à éliminer les obstacles au commerce et à mener les transmissions des produits et des biens entre ces pays. Au cours des dernières années, le commerce intra-régional des pays du CCG a doublé du volume, passant de 32,2 milliards en 2005 à 67,3 milliards de dollars en 2010, puis à 87,7 milliards de dollars en 2012. En ce qui concerne le commerce extérieur, celui-ci entre les pays du CCG et les pays du monde a bondi de 137,9 milliards de dollars en 1983 à 1,4 billions de dollars en 2012 avec un taux d'augmentation de 915%, ce qui reflète l'importance des pays du CCG dans le commerce international et donc le poids que représente ces économies au niveau mondial¹.

Tableau (III.8) : Commerce intra-régional: le volume des échanges

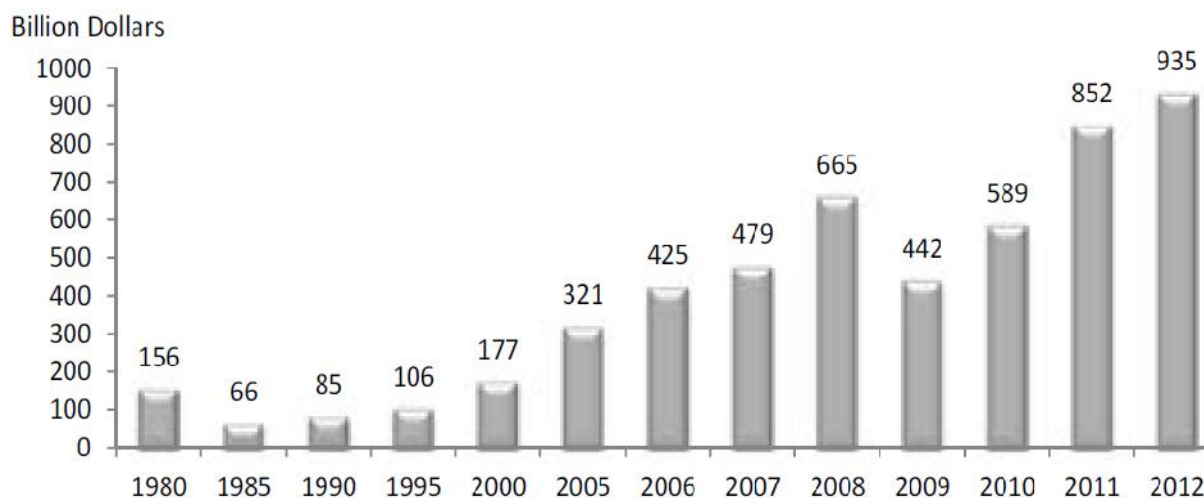
Pays	2009	2010	2011	2012
U.A.E	14,934	14,894	17,202	17,202
Bahreïn	2,960	3,600	5,332	5,332
Arabie Saoudite	23,757	26,477	33,245	36,040
Oman	9,744	11,998	13,567	15,066
Qatar	5,359	6,438	6,253	8,201
Kuwait	3,664	3,934	5,339	5,850
Total	60,418	67,341	80,938	87,691

Source: The Cooperation Council for The Arab States of The Gulf: Secretariat General (2014), "GCC: A Statistical Glance», volume 4, information Affairs Sector-Statistical Department, March 2014, p. 59.

Et la valeur des exportations du CCG vers le monde extérieur a atteint 82,2 milliards de dollars en 1984, puis a augmenté à 986,6 milliards de dollars en 2000, à 479,4 milliards de dollars en 2008, puis a bondi à 934,8 milliards de dollars en 2012. Le pétrole représente la principale composante de ces exportations².

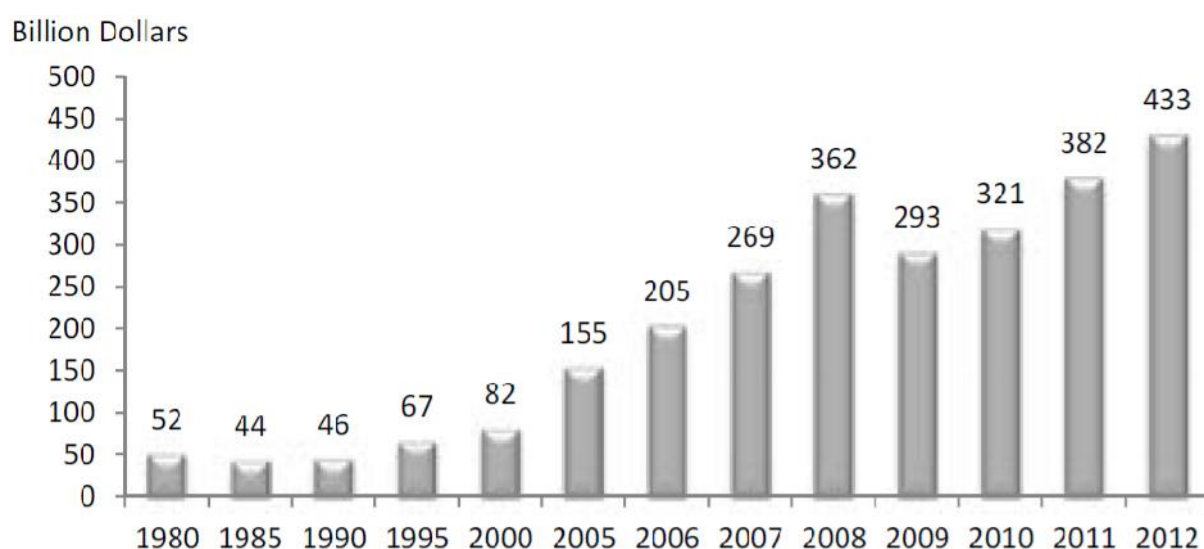
¹ The Cooperation Council for The Arab States of The Gulf: Secretariat General (2014), "GCC: A Statistical Glance", volume 4, information Affairs Sector-Statistical Department, March 2014, p. 50

² The Cooperation Council for The Arab States of The Gulf: Secretariat General (2014), op cit, p. 51

Figure (III.3) : les exportations des Etats du CCG

Source: The Cooperation Council for The Arab States of The Gulf: Secretariat General (2014), "GCC: A Statistical Glance», volume 4, information Affairs Sector-Statistical Department, March 2014, p. 60

Quant aux importations des pays du CCG en provenance du reste du monde, elles ont également connu une hausse remarquable, passant de 55,7 milliards de dollars en 1984 à 268,9 milliards de dollars en 2008, puis à 432,6 milliards de dollars en 2012, soit une augmentation de 677 % par rapport à l'année 1984¹.

Figure (III.4) : les importations des Etats du CCG

Source: The Cooperation Council for The Arab States of The Gulf: Secretariat General (2014), "GCC: A Statistical Glance», volume 4, information Affairs Sector-Statistical Department, March 2014, p. 61

¹ The Cooperation Council for The Arab States of The Gulf: Secretariat General (2014), *ibid*

5. Le processus de l'intégration financière dans les pays du CCG

Le processus d'intégration régionale a gagné beaucoup d'importance après le succès remarquable de l'expérience européenne. Aujourd'hui, dans pratiquement toutes les régions du monde nous pouvons observer un processus d'intégration.

Dans les pays du CCG, les discussions et les initiatives en matière de coopération et d'intégration économique et financière sont encouragés par quatre facteurs, celles-ci concernent en particulier les dérégulations approuvées depuis la création du CCG, des similitudes de structures économiques, les questions de développement, et les influences politiques.

5.1 Les caractéristiques des systèmes financiers des pays du CCG

Le secteur financier joue un rôle crucial dans le processus d'accumulation du capital et la croissance de la productivité. En effet, les économies du CCG ont progressé à un rythme nettement supérieur à la moyenne mondiale et leurs secteurs financiers ont connu une forte croissance tout au long de la dernière décennie. Aussi, ces économies n'ont pas échappé à la récession mondiale qui a suivi. Malgré que, les marchés financiers ont été secoués par les événements en Europe et en Amérique et le dynamisme économique a été perdu mais, grâce à des flux de revenus constants et fiables à partir d'hydrocarbures, les économies du CCG ont émergé stable de l'agitation des dernières années¹.

➤ La coopération dans le secteur bancaire

Compte tenu des données et des réalisations économiques des pays du CCG, unifier les modalités de contrôle et de supervision de l'activité bancaire dans les États membres est devenu très important. Pour atteindre cet objectif l'ensemble des pays ont attribué à un organe consultatif spécialisé à préparer le cadre général d'un modèle d'action commun pour approximer et unifier le système bancaire dans les pays du CCG. Ils ont achevé la préparation du document "critères d'orientation de la supervision bancaire consolidée du Conseil de coopération du Golfe pour les États arabes du Golfe» par le Comité de supervision et de contrôle du système bancaire dans les États du CCG, ainsi, le Comité des gouverneurs des institutions monétaires et des banques centrales des pays du CCG a adopté ce document dans

¹ Steffen Kern (2012), "GCC financial markets: Long-term prospects for finance in the Gulf region", Deutsche Bank, DB Research, Germany, p.4.

le mois de Mars 2012 pour l'utiliser comme un guide d'une façon obligatoire. Ces pays ont également renforcé et photographié le réseau golfe pour relier les réseaux ATM dans les pays du CCG et ils se sont accordés sur l'adoption de normes communes pour les cartes à puce dans les pays membres, tout en travaillant plus sur l'étude des méthodes de communication modernes pour choisir la meilleure option pour le raccordement du réseau ATM du Golfe. Aussi, la Commission des directeurs des instituts bancaires coopère plus étroitement dans le domaine de la formation et la qualification des ressources humaines dans le secteur bancaire¹.

Selon Mohieddine Kronfol (2012),² « Les banques du CCG se sont développées rapidement, tout comme leur offre, favorisées par la croissance des dépôts et la solidité des emprunteurs. Des mesures de grande envergure ont été déployées pour moderniser le cadre réglementaire et le rendre plus efficace. Nous pensons que ces tendances devraient jouer en faveur des notations à moyen terme. Plus précisément, le système bancaire des pays du CCG est doté de fonds propres solides et d'un niveau d'actifs non performants relativement maîtrisable. Le soutien des gouvernements de ces pays est fort et les actionnaires publics ont déjà montré leur capacité d'intervention lors de périodes de tension, notamment en injectant ou en mettant à disposition des liquidités et des prêts par l'intermédiaire des banques centrales. Le système bancaire du CCG est donc en relative bonne santé par rapport à celui des marchés émergents et dispose même d'une marge de résistance plus élevée, ainsi que d'indicateurs de capitalisation généralement bien supérieurs aux futures exigences réglementaires ».³

Dans les pays du CCG, le secteur bancaire occupe une place importante dans le système financier de ces pays. Or, les grands secteurs bancaires sont un point commun central entre les économies de la région⁴. En fait, Dans les six pays, les cinq plus grandes banques sont domestiques et représentent 50 à 80 pour cent du total des actifs du secteur bancaire et on s'attend à ce que les avoirs de l'ensemble du secteur bancaire des pays du Conseil de coopération du Golfe (CCG) atteignent 2.000 milliards de dollars fin 2015 contre 1.700 milliards de dollars à la fin de 2013. Ainsi, les banques islamiques sont devenues une source

¹ The Cooperation Council for The Arab States of The Gulf: Secretariat General (2014), op cit, pp. 93,94.

² directeur des investissements Sukuk mondiaux et des Stratégies en obligataires dans la région MENA chez Franklin Templeton.

³ Mohieddine Kronfol. (2014) Le potentiel croissant des obligations du Conseil de Coopération du Golfe", Franklin Templeton Investments

⁴ Steffen Kern. (2012), op cit, p11.

importante de l'intermédiation, ils représentent en moyenne 24 pour cent des actifs du système bancaire de la région et on s'attend aussi que la part du marché des banques islamiques pourrait atteindre les 30% dans les cinq prochaines années. Les Institutions financières non bancaires avaient une présence limitée dans les pays du CCG, mais ils ont connu une croissance rapide ces dernières années.

➤ **L'intégration des marchés financiers dans les États du CCG**

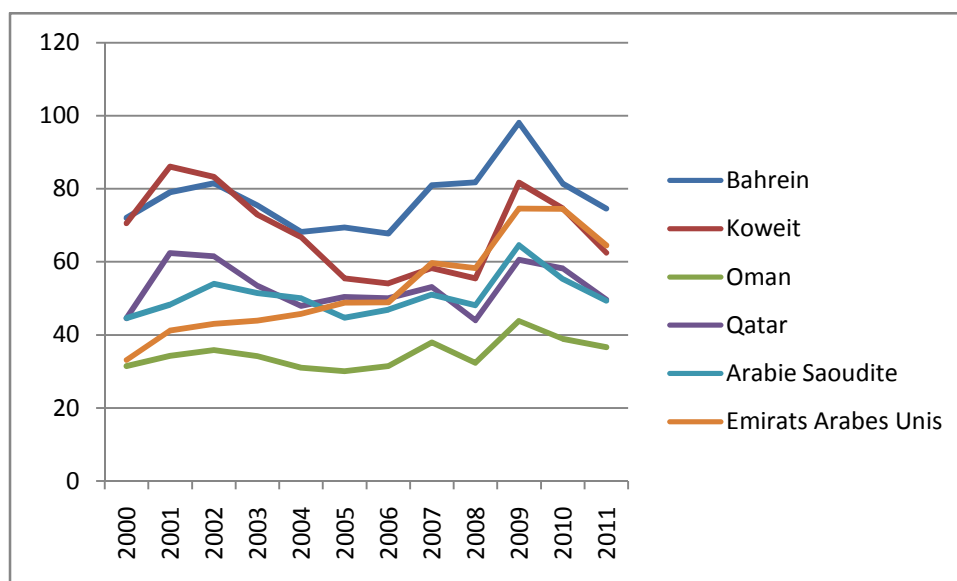
Compte tenu des faits et les réalisations des pays du CCG dans tous les domaines, en particulier dans le domaine économique à partir de : la mise en place d'une zone de libre-échange en 1983, l'union douanière au début de 2003, la déclaration du marché commun du CCG en Janvier 2008 et l'entrée en vigueur dans l'accord d'union monétaire le 26 Février 2010, la mise en place du Conseil monétaire et le début d'exécution de ces tâches comme un prélude à la mise en place de la Banque centrale et le lancement de la monnaie unique, elle est apparu l'importance de l'intégration des marchés prévu dans l'Accord économique des pays du CCG. Cela a été confirmé par le Conseil suprême à sa trentième session (Koweït, Décembre 2009) : "Commandé par les comités ministériels concernés, le cas échéant, de développer les mécanismes nécessaires pour activer les mécanismes de l'article (5) de l'Accord économique sur la promotion de l'environnement des investissements entre pays du CCG, et de l'article (12) d'encourager la création de coentreprises et d'accroître les investissements bilatéraux ce qui contribue à la réalisation de l'intégration entre les pays du CCG dans tous les domaines ainsi que proposer des solutions appropriées pour surmonter les obstacles auxquels ils sont confrontés "¹.

En effet, les marchés boursiers dans la région du CCG se sont considérablement développés au cours de la dernière décennie. Plusieurs facteurs ont joué un rôle essentiel dans cette évolution, qui comprend la réalisation d'une croissance économique plus forte, la stabilité monétaire, les réformes des marchés boursiers, la privatisation, la libéralisation financière et institutionnelle.

La figure (III.5) présente le niveau du développement des systèmes financiers des pays du CCG, mesuré par l'indicateur « le crédit domestique accordé au secteur privé ».

¹ The Cooperation Council for The Arab States of The Gulf: Secretariat General (2014), op cit, pp. 95-96

Figure (III.5) : Le développement financier dans les pays du CCG mesuré par « le crédit domestique accordé au secteur privé », 2000-2011



Source : par l'auteur, à partir de World Development Indicators (WDI) database.

À partir de la figure (III.5), on observe généralement une évolution au niveau du développement financier des pays du CCG durant la période (2000-2011). Cela peut être expliqué par l'ensemble des réformes appliquées par ces pays dans le cadre des accords du conseil de coopération du Golfe et peut être expliqué aussi par la stratégie de diversification économique qui a été déployé par ces pays (en sachant que ces pays dépendent en grande partie des revenus provenant des hydrocarbures) pour but de favoriser le commerce et les investissements dans la région. Cette évolution revient aussi à la hausse des prix du pétrole au cours de cette période. Cependant, on remarque une baisse importante à la fin de 2008 expliquée par les effets de la crise financière internationale mais heureusement ces pays ont pu connaître un retour remarquable à partir de la fin de l'année 2009.

5.2 Les effets de l'intégration financière dans les pays du CCG

Il existe des preuves d'une intégration du secteur financier dans les pays du CCG. En effet, pour l'objectif d'améliorer l'efficacité du secteur financier, ces pays ont pris des mesures importantes pour mettre en œuvre vers l'avant les meilleures pratiques en matière de réglementations financières et de la gouvernance d'entreprise, qui ont à leur tour contribué à renforcer la convergence entre leurs systèmes financiers. Une récente étude du Fonds

monétaire international (FMI) a examiné le degré d'intégration financière dans les pays du Golfe à partir des données des flux de capitaux, des taux d'intérêt et du prix des actions. L'étude a conclu que les éléments de preuve d'une intégration financière sont disponibles, tandis que limités, a une certaine amélioration des conditions préalables à la réalisation du processus de l'intégration financière régionale. Cependant, malgré ces progrès, il y a toujours certaines restrictions qui subsistent dans un certain nombre de domaines importants. Ces restrictions présentent un obstacle pour la réalisation des bienfaits de l'intégration financière qui ont été noté dans les accords du conseil de coopération du Golfe.

Selon les proclamations du CCG, Il n'y a pas de restrictions sur les mouvements de capitaux entre les pays du CCG. En effet, il ya un mouvement sans fin du capital entre ces pays mais l'augmentation et l'encouragement de ce mouvement nécessite l'achèvement du reste des exigences du marché commun du CCG avec la suppression des restrictions qui empêche les citoyens de la région d'exercer l'activité économique¹.

6. Les effets de la crise financière sur les économies des pays du CCG

Les événements survenus entre (2007-2008) ont mis en évidence la fragilité du système financier mondial. En effet, la crise dite « crise des subprimes », une crise financière qui a menacé la stabilité du système financier mondial, a éclaté à l'été 2007 aux États-Unis sur le marché des prêts immobiliers². Cette crise a frappé l'économie réelle au cours du second semestre 2008, occasionnant une chute vertigineuse de la production, de nombreuses faillites et des pertes d'emploi par millions. Elle s'est rapidement étendue à l'Europe, à l'Asie et au reste du monde. Elle est considérée comme l'une des plus graves crises connues par l'économie mondiale depuis le krach de Wall Street le « jeudi noir », le 24 octobre 1929, et la Grande Dépression de 1929-1939 qui a suivi.

Les pays du CCG sont parmi les pays les plus impliqués sur les marchés financiers internationaux, essentiellement par le biais de leurs fonds souverains. La région du CCG a donc été parmi les premières régions qui ont ressenti la crise économique et financière mondiale. En fait, ces pays ont été durement atteints par la crise car elle les a touché

¹ The Cooperation Council for The Arab States of The Gulf: Secretariat General (2014), op cit, 173.

² Le marché des crédits hypothécaires, dit « subprimes », ce sont des crédits hypothécaires dont le risque est plus élevé du fait de la moindre qualité des emprunteurs. L'appellation subprime (« au-dessous de la catégorie supérieure ») est un euphémisme. (G. Soros, 2008, p.13.)

directement de deux manières :¹ a) par un choc négatif des termes de l'échange lié à la chute des prix du pétrole; et b) par un choc financier qui a déstabilisé des banques nationales à court de ressources et a abouti à l'écèlement d'une bulle immobilière.

Les prix record du pétrole enregistrés entre 2003 et 2008 ont permis au pays du CCG d'atteindre un niveau élevé de croissance économique au cours de cette période. Cependant, La crise a brutalement inversé ces tendances et la croissance potentielle des pays du CCG a fléchi après 2008. Au cours du premier semestre de l'année, le prix du pétrole, du gaz naturel et d'autres produits de base a rapidement augmenté, favorisant une accumulation de ressources financières sans précédent et une accélération des investissements ainsi que de la croissance. Ces prix se sont toutefois effondrés en juillet 2008 dans le sillage de la crise économique. En effet, la réduction de moitié des prix du pétrole entre 2008 et 2009 et la diminution de la production décidée par les pays exportateurs de pétrole du CCG pour soutenir les prix de l'or noir face au tassement de la demande mondiale ont fait fortement chuter leur production et provoqué un choc négatif sur leur balance courante et leur solde budgétaire². Malgré que dans ces pays, les comptes courants soient restés excédentaires, les positions extérieures des pays du CCG se sont fortement détériorées, reflétant l'effondrement du prix du pétrole et de la production. Les soldes budgétaires se sont eux aussi dégradés, résultat de la baisse des recettes pétrolières et de l'augmentation des dépenses publiques en réponse à la crise. Les pays du CCG ont lourdement souffert de la chute des prix du pétrole et de leurs exportations, en effet ³:

- leurs recettes pétrolières ont baissé de deux tiers entre 2007 et 2008. Entre juillet et décembre 2008, le prix du pétrole a baissé de 70%, passant d'un pic de 150 dollars le baril à moins de 40 dollars le baril.
- En septembre 2008, après l'effondrement de la banque Lehman Brothers et le tumulte à Wall Street, les places boursières du monde entier ont plongé, dont celles des pays du CCG et de plusieurs autres pays. En effet, les marchés boursiers de la région ont subi une forte correction, en l'espace de douze mois jusqu'à la fin 2009, le marché boursier de

¹ Akhtar Shamshad., Reinikka Ritva. (2010) "Sur la voie de la relance", Banque Mondiale Région du Moyen-Orient et D'Afrique Du Nord – Bilan Economique Régional, AVRIL 2010, pp.1-2

² Akhtar Shamshad., Reinikka Ritva. (2010) op cit, p. 2

³ Abdlatif y., Al-Hamad. (2010) "La crise économique et les investissements dans la région arabe", Fonds arabe pour le développement économique et social, Koweït, p. 42-43

l'Arabie saoudite a perdu 49%, celui de Dubaï 72%. L'indice du Fonds monétaire arabe pour les marchés boursiers du CCG en 2008 a chuté à 166,2 points pour 328,7 points en 2007; la valeur de capitalisation des marchés a quant à elle baissé d'un tiers environ, passant de 1,137 milliards de dollars à 769 milliards de dollars. Les pires résultats ont été enregistrés sur les places boursières comptant une forte proportion de banques et de sociétés immobilières dans leurs indices, comme à Dubaï et à Abu Dhabi.

- Toutefois, une partie des banques du CCG s'en sont relativement bien sorties pendant la crise, celles-ci étant bien capitalisées et moyennement exposées aux produits financiers sophistiqués. Néanmoins, une autre partie des banques et sociétés d'investissement ont souffert de la crise et accusé de lourdes pertes.
- Quant à la sphère réelle, la baisse de la demande de pétrole, associée à l'augmentation du coût des financements et à la crise de l'immobilier, a réduit la croissance économique à 3,5% aux Émirats arabes unis, à 1,2% au Koweït et à 1% en Arabie saoudite en 2009. La croissance a ralenti dans les autres pays du CCG, de 13,4% en 2008 à 9,5% en 2009. S'agissant de la région du CCG dans son ensemble, la croissance a été négative en 2009 avec un taux de -0,47%. Ainsi que de nombreux projets ont été stoppés à différents stades de planification et d'exécution fin 2009.

Toutefois, les gouvernements des pays du CCG ont réagi rapidement et avec vigueur en adoptant des politiques visant à assurer la stabilité du secteur financier. En effet ¹:

- Ils ont assoupli les politiques monétaires
- Ils ont injecté des liquidités dans leurs marchés financiers par les banques centrales ou les garanties gouvernementales sur les dépôts et la dette de manière à redonner confiance aux investisseurs, ainsi que l'injection de capitaux et les achats d'actifs.
- Certains pays comme l'Arabie Saoudite et les EAU ont eu recours à des plans de relance budgétaire pour améliorer les perspectives économiques à court terme, mais aussi pour soutenir les réformes et la croissance à long terme. Depuis le début de la crise financière, le gouvernement de l'Arabie Saoudite a dépensé la moitié des fonds prévus pour son programme d'investissement de 400 milliards de dollars É. U. sur cinq ans. Cette somme a été la plus importante en part du PIB de tous les pays du G20 et elle est fréquemment

¹ Akhtar Shamshad, Reinikka Ritva (2010), op cit, pp. 3-4



citée comme la contribution des pays du G20 à la reprise mondiale en raison de sa forte proportion d'importations.

- Aussi, Les réserves de change accumulées lors du boom pétrolier ont permis à ces gouvernements de mettre en œuvre à la fois des mesures d'appui au secteur financier et des politiques budgétaires anticycliques.

Avec l'amplification de la demande pétrolière et la stabilisation de leur secteur financier, les économies du CCG ont commencé à progresser et cela avec à un rythme modéré. Le regain de la demande mondiale d'or noir, qui a fait grimper les prix malgré d'importantes réserves de pétrole a été une bonne nouvelle pour les pays du CCG et cela grâce à¹ :

- La demande mondiale qui a commencé à s'intensifier au quatrième trimestre 2009, après s'être contractée pendant cinq trimestres consécutifs. Ce fort rebond est dû à la reprise rapide des marchés émergents, notamment en Asie, et au rétablissement des finances mondiales.
- La demande américaine de pétrole a, elle aussi, commencé à croître. Elle a progressé de 1,9 % au cours des quatre semaines précédant le 2 avril 2010, comparé à la même période de l'année précédente, où elle avait augmenté de 1,7 %. Et bien que les prix soient très inférieurs aux pics atteints lors des années du boom pétrolier, ils ont évolué vers des niveaux de l'ordre de 75 et 85 dollars le baril, niveaux confortables pour de nombreux exportateurs de pétrole.

Les pays du CCG ont été durement frappés par la crise mondiale, si bien qu'un retour à la croissance de 4,4 % en 2010 et de 4,9 % en 2011 représente une performance remarquable. Ces pays devraient enregistrer une croissance de 4½% en 2015. Leur production de pétrole devrait dépasser légèrement son niveau actuel (déjà élevé), car ces pays réagissent aux perturbations de l'offre des pays hors CCG². La croissance restera élevée, à environ 6%, dans les secteurs non pétroliers en 2014 et 2015³. En outre, La solidité des fondamentaux

¹ Akhtar Shamshad., Reinikka Ritva. (2010) op cit, pp. 8-9.

² Le contraste entre l'évolution économique des pays du CCG et des autres pays s'est accentué en 2014, car les conflits ont aggravé les problèmes de production de pétrole en Iraq et en Libye, alors que l'activité économique des pays du CCG a été plus vigoureuse que prévu, car ils ont compensé les déficits de production hors CCG et ont par ailleurs accru leurs dépenses budgétaires.

³ FMI (2014), "Moyen-Orient, Afrique du nord, Afghanistan et Pakistan", FMI, base de données des perspectives économiques régionales, p. 7.

macroéconomiques et les réformes institutionnelles ont attiré des flux de capitaux dans les pays du CCG. En effet, au cours de l'année 2014 ¹:

- Les marchés boursiers du CCG ont aussi enregistré de fortes hausses dans la première partie de l'année, en particulier aux Émirats arabes unis, où l'indice de Dubaï a gagné plus de 50% pendant les quatre premiers mois avant de subir une correction. Les pays du CCG ont été considérés comme des destinations relativement sûres pour les capitaux pendant les périodes de volatilité des marchés financiers mondiaux et de troubles régionaux.
- Les systèmes bancaires sont en général restés en bonne santé. Dans beaucoup de pays, la forte capitalisation, la rentabilité stable et le faible volume de créances improductives limitent les risques. Le crédit au secteur privé s'est développé plus vite que l'activité économique dans beaucoup de pays, ce qui peut être un indice de reprise après la crise financière mondiale et un signe salubre de développement des circuits de capitaux.

Pour conclure on peut dire que les pays du CCG continuent d'afficher une croissance économique régulière et de solides fondamentaux économiques et financiers, bien qu'ils doivent faire face à des défis à moyen terme.

Section 2. Présentation de l'étude économétrique de l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique dans les pays du CCG

Pour analyser l'effet de l'intégration financière sur la croissance économique, nous allons utiliser les méthodes d'économétrie des données de panel. L'avantage principal de cette analyse provient de la possibilité d'exploiter une information plus riche grâce à la disponibilité d'un grand nombre d'observation en combinant les dimensions individuelles et temporelles². Un avantage certain, par rapport aux autres méthodes sur les données temporelles ou en coupe transversale, réside dans le fait qu'elle rend compte à la fois de la dynamique des comportements (la dimension temporelle) et leur hétérogénéité.

1. Description des données de l'étude

Pour examiner l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique dans les six pays du CCG (Bahreïn, Koweït, Oman, Qatar, l'Arabie Saoudite et l'Émirats Arabes Unis)

¹ FMI (2014), op cit, pp. 9-10.

² La dimension individuelle (les individus diffèrent les uns des autres) offertes par les données en coupes, et temporelle (la situation de chaque individu varie d'une période à l'autre) offerte par les séries temporelles.

nous avons choisi une période d'étude qui va de 1981 à 2011. Les données utilisées dans notre analyse économétrique proviennent principalement des bases de données suivantes : « Statistical, Economic and Social Research and Training centre for Islamic countries (SESRI) », « world development indicators », « the World Economic Outlook Database (IMF), 2013 », « Open data for Africa Index of economic freedom, 2011 » et la base de données de « Lane et Milesi-Ferretti (2011) ».

2. La spécification du modèle économétrique

Nous construisons notre démarche empirique en nous basant principalement sur les travaux de: Edison, H.j., Levine, R., Ricci, L., Slok, T. (2002), Honig (2008) et Mougani (2012).

L'équation de base qui permettra d'estimer l'effet de l'intégration financière sur la croissance économique prend la forme suivante :

$$Growth_{it} = \alpha + \beta \cdot IF_{it} + \delta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

La signification des variables¹ utilisées est la suivante :

$Growth_{it}$: représente le produit intérieur brut par habitant du pays i pendant la période t ;

IF_{it} : cette variable représente le degré de l'intégration financière dans les pays du CCG ;

X_{it} : représente la matrice des variables de contrôle comportant le niveau du développement financier, l'ouverture commerciale, l'efficacité des politiques macroéconomiques et le niveau du développement institutionnel.

ε_{it} : le terme d'erreur.

Dans ce sous paragraphe, nous allons présenter les variables qui ont été retenues pour notre analyse empirique:

A. La croissance économique (Growth) :

Cette variable représente la variable dépendante de notre modèle, elle est mesurée par le taux de croissance du PIB réel par habitant.

B. L'indice de l'intégration financière (IF) :

Comme nous l'avons vu dans le chapitre précédent, il existe une multitude de méthodes pour mesurer et représenter le degré d'intégration financière qui peuvent être classées en deux groupes distincts à savoir des mesures de jure et des mesures de facto. En étudiant différents

¹ Ces variables de contrôle sont présentées en détails plus loin ainsi que dans la liste des annexes.

travaux empiriques nous avons remarqué que parmi les mesures de jure, les indicateurs du FMI (AREAER), l'indicateur d'intensité de Quinn et l'indicateur KAOPEN de Chinn et Ito sont utilisés le plus souvent. En ce qui concerne les mesures de facto, les approches par les flux et les stocks de capitaux étrangers en pourcentage du PIB sont les plus souvent utilisées.

Afin d'analyser les effets de l'intégration financière sur la croissance économique dans les pays du CCG nous avons choisi de mesurer l'intégration financière par la mesure de Lane et Milesi-Ferretti¹, c'est un indicateur de facto mesuré par le stock des flux de capitaux accumulés (la somme des actifs (FA) et passifs (FL) des investissements directs étrangers et des flux de portefeuille) par rapport au PIB.

Nous avons préféré cette approche par rapport aux autres pour deux raisons : en premier lieu, nous pensons que cet indicateur reflète le mieux l'évolution de l'intégration financière d'une année à l'autre en nous permettant de mieux analyser les effets potentiels de l'ouverture financière sur la croissance économique et en deuxième lieu, parce qu'il correspond au concept théorique d'ouverture qui sous entend que les investisseurs étrangers sont libres d'investir dans les marchés nationaux de capitaux et que les résidents de ces pays sont libre d'investir à l'étranger.

Théoriquement, le niveau d'intégration financière devrait être positivement corrélé avec le taux de croissance économique. Dans ce cas, le coefficient β devrait être supérieur à zéro.

C. Les variables de contrôle :

Le modèle est complété par une série de variables macro-économiques de contrôle habituellement introduites dans ce genre d'estimations. Il s'agit de :

- ***Le degré de l'ouverture commerciale (open)***

Nous avons introduit dans notre équation de croissance la variable « *open* » en tant que mesure de l'ouverture d'un pays. Cette variable correspond à la somme des exportations et des importations rapportée au PIB.

¹Lane P.R., Milesi-Ferretti G.M. (2007) "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004", *Journal of International Economics*, vol. 73, n°2, p.223-250, version remaniée de Lane P.R. et Milesi-Ferretti G.M. [2006].

Allen & Ndikumana (2000)¹ ont trouvé une association positive entre l'ouverture commerciale et le taux de croissance économique. L'augmentation des exportations (la demande extérieure) entraîne la hausse de la production qui à son tour stimule la croissance puisque cette hausse correspond à une augmentation de la demande adressée aux entreprises domestiques en provenance de l'étranger. Et inversement, une réduction des exportations provoquera une baisse de la demande globale et, de ce fait, une baisse du niveau de la production. De même, une augmentation des importations qui correspond à la demande domestique adressée aux entreprises étrangères aura un effet négatif sur le taux de croissance national. Tandis qu'une baisse sera plutôt bénéfique, indiquant que les agents économiques domestiques ont la préférence pour les produits nationaux.

Edwards (1998)², Dollar et Kraay (2004)³ considèrent que l'ouverture commerciale favorise la croissance à long terme grâce aux améliorations qu'elle entraîne en matière de technologie et de productivité totale des facteurs. Et selon la théorie de la croissance endogène, le régime commercial influence la capacité d'une économie à mobiliser son capital humain au profit de la croissance. Or, l'ouverture commerciale permet non seulement d'accéder au marché mondial des biens et services mais aussi de renforcer l'efficacité du processus d'initiation de la technologie étrangère. Le signe attendu coefficient estimé est positif.

▪ ***Le taux d'inflation (inf)***

Cette variable représente l'efficacité des politiques macroéconomiques domestiques d'un pays. Plus précisément, elle reflète l'instabilité macroéconomique du pays. Elle est mesurée par la variation annuelle des prix à la consommation.

Le choix de cette variable est légitimé par l'importance d'adopter une politique macroéconomique adéquate dans le cadre d'une politique d'intégration et de libéralisation financière qui stimule la croissance économique. En effet, un taux d'inflation très élevé est un signe de l'incertitude qui s'accompagne d'un niveau d'investissement bas provoquant une diminution du taux de croissance du PIB. Par exemple, Barro et Sala-i-Martin (1992)⁴ ont trouvé une relation étroite entre l'instabilité macro économique et la croissance économique.

¹ Allen D.S., Ndikumana L. (2000) "Financial intermediation and economic growth in Southern Africa", *Journal of African Economies*, Vol. 9, pp. 132-160.

² Edwards S. (1998) "Openness, productivity, and growth: What do we really know", *Economic Journal*, vol. 108, n°447, pp. 383-398.

³ Dollar D., Kraay A., 2004, "Trade, growth and poverty", *Economic Journal*, vol. 114, n°493, pp. 22-49.

⁴ Barro R & Sala-i-Martin X (1992) "Convergence", *Journal of Political Economy*, Vol. 100, pp. 223-251.

Nous nous attendons à ce que cette variable ait un impact négatif sur la croissance économique.

▪ ***Les crédits accordés au secteur privé en % du PIB (DCPS)***

Cet indicateur fait référence aux ressources financières fournies au secteur privé, notamment par le biais de prêts, d'achats de titres autres que les actions, de crédits commerciaux et d'autres comptes débiteurs qui constituent des créances à rembourser. Il reflète le niveau du développement financier du pays. Plusieurs études se sont penchées sur les liens potentiels entre le développement du secteur financier et la croissance économique. Selon Levine (2004)¹, le développement du secteur financier favorisera une plus grande mobilisation de l'épargne et une meilleure répartition des ressources économiques, stimulant ainsi les investissements productifs et la croissance économique. En effet, un système financier assurant convenablement le crédit nécessaire à l'activité des entreprises privées donne un signal positif aux investisseurs étrangers. Autrement dit, un secteur privé dynamique sous-entend la disponibilité des fournisseurs dans le pays d'accueil ce qui stimule la croissance de l'économie de ce pays. Il est attendu à une relation positive entre le crédit domestique accordé au secteur privé et la croissance économique.

▪ ***La corruption (corr) :***

Cette variable mesure le degré de la corruption à l'intérieur d'un système politique. Elle reflète le niveau du développement institutionnel du pays. Selon Mauro (1995) la corruption est nuisible à la croissance. En effet, la corruption engendre des distorsions dans l'environnement économique et financier, réduit l'efficacité du gouvernement et des affaires. Le signe attendu de cette variable est négatif.

3. La Méthodologie de la recherche

Cette section présente les grands axes de notre démarche méthodologique consacrée à l'étude empirique de la relation entre l'ouverture financière et la croissance des économies de CCG.

Plusieurs modèles économétriques ont été développés dans le cadre des techniques de panel. Notre objectif est donc de déterminer la méthode la plus appropriée à retenir pour nos estimations. Comme il a été cité précédemment, nos estimations seront effectuées dans le but

¹ Levine R., 2004, "Finance and Growth: Theory and evidence", *NBER Working Paper*, n°10766.

d'illustrer la nature du lien entre l'intégration financière et la croissance économique dans les pays du CCG, et cela, en passons, dans un premiers lieu par le test de spécification d'homogénéité ou d'hétérogénéité du processus générateur de données qui a pour but de tester l'égalité des coefficients du modèle étudié dans la dimension individuelle. Ensuite, nous testons la stationnarité des variables à travers les tests de racine unitaire sur panel, et, nous étudions par la suite la relation de cointégration de ces variables dans le long terme. En dernier lieu, nous passons à l'estimation du modèle avec l'une des trois méthodes d'estimation qui ont été envisagé pour estimer notre échantillon de données de panel : une estimation par les moindres carrés ordinaires (MCO); une estimation avec effets fixes; ou une estimation avec effets aléatoires.

3.1 Le test d'homogénéité du processus générateur de données (tests de spécification)

Lorsque nous considérons un échantillon de données de panel, la toute première chose qu'il convient de vérifier est la spécification homogène ou hétérogène du processus générateur de données. Sur le plan économétrique, cela revient à tester l'égalité des coefficients du modèle étudié dans la dimension individuelle. Sur le plan économique, les tests de spécification reviennent à déterminer si l'on est en droit de supposer que le modèle théorique étudié est parfaitement identique pour tous les pays, ou au contraire s'il existe des spécificités propres à chaque pays¹.

Plus précisément, avant de songer à l'estimation des coefficients du modèle, on devrait d'abord apporter une réponse à la question qui consiste à se demander : les individus qui composent l'échantillon présentent-ils ou non des spécificités individuelles susceptibles d'induire des comportements différents pour ce qui concerne la relation étudiée ? La question est d'importance car elle va déterminer le choix entre deux catégories de modèles :

- si on peut montrer (par un test approprié) que les individus ont des comportements homogènes, il n'y a pas lieu de tenir compte de spécificités individuelles. Dans ce cas on se réfère au modèle des MCO sur un échantillon pour lequel les données dans le temps et dans l'espace sont finalement « empilées » les unes sur les autres.
- si, en revanche, on peut montrer qu'il y a bien hétérogénéité des comportements, on doit prendre en compte les effets individuels dans notre modèle. Donc, l'estimateur

¹ HURLIN, C. "L'Econométrie des Données de Panel Modèles Linéaires Simples", Ecole Doctorale Edocif Séminaire Méthodologique, p. 8.

MCO sur données empilées n'est plus appropriée, dans ce cas, on doit utiliser d'autres méthodes sur données de panel (le modèle à effet fixe ou le modèle à effet aléatoire).

Pour répondre à la question de l'opportunité de la prise en compte de la présence ou non des effets individuels dans le modèle, on se réfère au test de spécification suivant :

➤ **Procédure de tests de spécification :**

On considère une équation linéaire que l'on peut estimer à partir de données de panel c'est-à-dire à partir de données individuelles (N) et de données temporelles (T). La structure générale du modèle peut être exprimée, pour l'individu i et les dates t , sous la forme suivante :

$$y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i' X_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N ; \quad t=1, \dots, T \quad (1)$$

Avec :

$y_{i,t}$: La variable endogène observée pour l'individu i à la date t ,

α_i : Le coefficient de la constante, différent pour chaque individu,

β_i : Un vecteur de K paramètres, $\beta_i = (\beta_{1i}, \dots, \beta_{ki})$

$X_{i,t}$: Un vecteur de K variables exogènes,

ε_{it} : Un aléa qui varie le long des observations individuelles et temporelles.

Ce modèle décrit un système de N équations (une équation pour chaque individu i), chaque équation étant composée de T observations.

Si nous considérons le modèle (1), plusieurs configurations sont possibles¹ :

- Si les N constantes α_i et les N vecteurs de paramètres β_i sont identiques : $\alpha_i = \alpha$, $\beta_i = \beta \forall i \in [1, N]$ on qualifie alors le panel de panel *homogène*.
- Si les N constantes α_i et les N vecteurs de paramètres β_i sont différents selon les Individus, on a donc N modèles différents, on rejette la structure de panel.
- Si les N constantes α_i sont identiques, $\alpha_i = \alpha \forall i \in [1, N]$; tandis que les vecteurs de paramètres β_i diffèrent selon les individus, dans ce cas, tous les coefficients du modèle, à

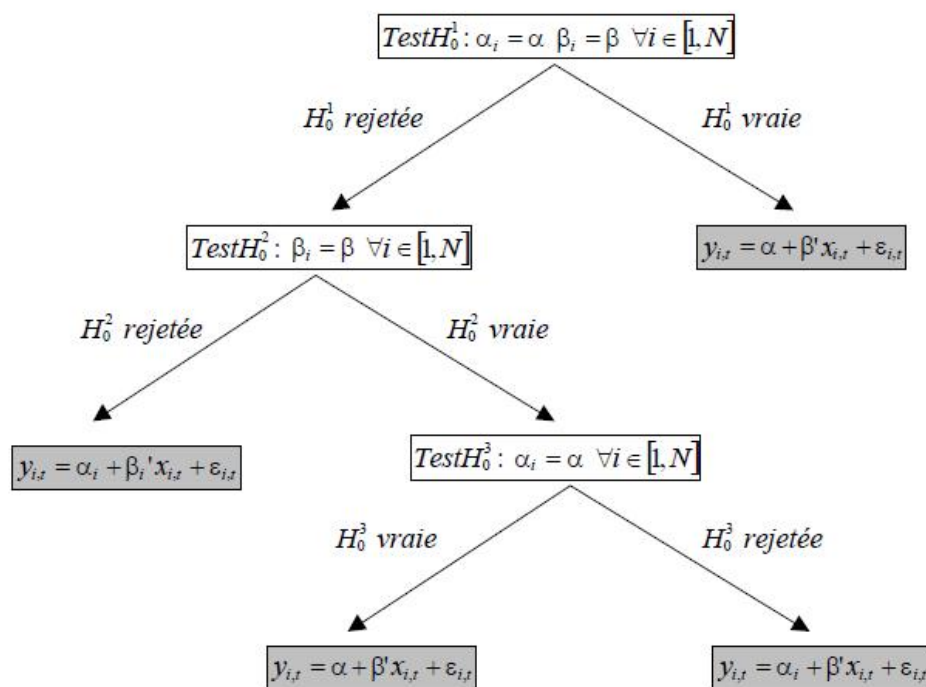
¹ HURLIN, C. op cit, p. 10.

l'exception des constantes, sont différents selon les individus. On a donc N modèles différents.

- Si les N vecteurs de paramètres β_i sont identiques, $\beta_i = \beta \forall i \in [1, N]$; tandis que les constantes α_i diffèrent selon les individus. On obtient un modèle à effets *individuels*.

Pour discriminer ces différentes configurations et pour s'assurer du bien fondé de la structure de panel, il convient d'adopter une procédure de tests d'homogénéité emboîtés. La procédure générale de test présentée dans Hsiao (1986) est décrite sur le schéma suivant :

Figure (III.6) : Procédure Générale de Tests d'Homogénéité



Source: Hsiao, C., (1986), "Analysis of Panel Data", Econometric society Monographs N0

11. Cambridge University Press

A partir du schéma présenté ci-dessus on observe que¹ :

¹ Kaouther Amiri KATEB. (2011) «Impact de l'intégration financière sur la croissance économique et l'instabilité macroéconomique : Application aux pays émergents et aux pays en développement », Thèse pour le Doctorat en Sciences Economiques, université Tunis El-Menar, pp. 103,104.

- ❖ Dans une première étape, on teste l'hypothèse d'une structure parfaitement homogène (constantes et coefficients identiques) sous:

$$H_0^1 : \beta_i = \beta \quad \alpha_i = \alpha \quad \forall i \in [1, N] \quad (\text{Homogénéité complète})$$

$$H_1^1 : \exists (i, j) \in [1, N] / \beta_i \neq \beta \text{ ou } \alpha_i \neq \alpha \quad (\text{Hétérogénéité complète})$$

Soit F1 la statistique de Fischer associée à ce test (test d'homogénéité globale). Cette statistique s'écrit sous la forme suivante et suit un Fischer avec (N-1) (K+1) restrictions linéaires¹ et NT - N (K+1) degré de liberté :

$$F1 = \frac{(SCR_{1c} - SCR_1) / [(N-1)(K+1)]}{SCR_1 / [NT - N(K+1)]}$$

Ou :

SCR_1 : désigne la somme des carrés des résidus du modèle (1)

SCR_{1c} : désigne la somme des carrés des résidus du modèle contraint : $y_{i,t} = \alpha + \beta' X_{i,t} + \varepsilon_{it}$

Les conclusions de ce test démontrent que, si nous acceptons l'hypothèse nulle H_0^1 d'homogénéité, nous obtenons alors un modèle pooled totalement homogène.

$$y_{i,t} = \alpha + \beta' X_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Si en revanche, nous rejetons l'hypothèse nulle H_0^1 , nous passons à une seconde étape qui consiste à déterminer si l'hétérogénéité provient des coefficients β_i .

- ❖ La seconde étape consiste à tester l'homogénéité des coefficients β_i sous :

$$H_0^2 : \beta_i = \beta \quad \forall i \in [1, N] \quad (\text{Homogénéité partielle})$$

$$H_1^2 : \exists (i, j) \in [1, N] / \beta_i \neq \beta \quad (\text{Hétérogénéité complète})$$

Avec :

$$F2 = \frac{(SCR_{1c'} - SCR_1) / [(N-1)K]}{SCR_1 / [NT - N(K+1)]}$$

Ou :

SCR_1 : désigne la somme des carrés des résidus du modèle (1).

¹ Chaque β_i correspond K paramètres, pour Panel N individus, le total NK paramètres. Mais $\beta_i = \beta$, il y a NK-K restrictions. Pour $\alpha_i = \alpha$, il y a N constantes, il revient à imposer N-1 restrictions. Donc le total (NK-K) + (N-1) = (N-1) (K+1).

$SCR_{1c'}$: désigne la somme des carrés des résidus du modèle contraint (modèle à effet individuels) : $y_{i,t} = \alpha_i + \beta' X_{i,t} + \varepsilon_{it}$

Si nous rejetons l'hypothèse nulle H_0^2 d'homogénéité des coefficients β_i , on rejette alors la structure de panel, puisque aux mieux seuls les constantes α_i peuvent être identiques entre les individus :

$$y_{i,t} = \alpha + \beta' X_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

On estime alors les paramètres vectoriels β_i en utilisant les modèles différents pays par pays. Si en revanche, on accepte l'hypothèse nulle d'homogénéité des coefficients β_i , on retient la structure de panel et l'on cherche alors à déterminer dans une troisième étape si les constantes α_i ont une dimension individuelle.

- ❖ La troisième étape de la procédure consiste à tester l'homogénéité des constantes α_i sous l'hypothèse de coefficients β_i communs à tous les individus :

$$H_0^3 : \alpha_i = \alpha \quad \forall i \in [1, N] \quad (\text{Homogénéité partielle})$$

$$H_1^3 : \exists (i, j) \in [1, N] / \alpha_i \neq \alpha \quad (\text{Hétérogénéité complète})$$

Et

$$F3 = \frac{(SCR_{1c} - SCR_{1c'}) / (N - 1)}{SCR_{1c'} / [N(t - 1) - k]}$$

$SCR_{1c'}$: désigne la somme des carrés des résidus du modèle (1) sous l'hypothèse $\beta_i = \beta$ (modèle à effets individuels).

Et SCR_{1c} désigne la somme des carrés des résidus du modèle contraint (modèle pooled « 2 »)

Si on rejette l'hypothèse nulle H_0^3 d'homogénéité des constantes α_i , nous obtenons alors un modèle de panel avec effet individuels :

$$y_{i,t} = \alpha_i + \beta' X_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N ; \quad t=1, \dots, T$$

Avec :

α_i : Un effet individuel,

β : un vecteur de K paramètres identiques pour tous les individus et tous les périodes.

Dans le cas où nous acceptons l'hypothèse nulle H_0^3 , nous retrouvons alors une structure de panel totalement homogène (modèle pooled).

3.2 Les tests de racine unitaire sur données de panel

Une étape préliminaire à l'estimation consiste à effectuer des tests de racine unitaire en panel afin de vérifier l'ordre d'intégration de nos séries. L'objectif de ce paragraphe n'est pas de présenter de façon détaillée les tests de racine unitaire sur panel mais de relater de façon très brève, l'intuition de ces différents tests. Il serait intéressant de faire remarquer que les premiers tests de racine unitaire sur panel ont été réalisés par Levin et Lin (1992, 1993). Toutefois, ces tests de première génération présentent la limite de ne contrôler l'hétérogénéité du panel que par la présence d'effets fixes individuels et temporels, en supposant l'homogénéité de la racine autorégressive sous l'hypothèse alternative. En effet, il est peu probable qu'en cas de rejet de l'hypothèse de racine unitaire que l'on ne puisse accepter l'hypothèse alternative d'une racine autorégressive commune à tous les individus. Les contributions d'IPS (2003), MW (1999) et Pesaran (2003) permettent d'apporter des solutions à ce problème.

De façon générale, les tests de racine unitaire sur données de panel sont basés sur le modèle suivant :

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i t + \rho_i y_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$y_{i,t}$ est une série composée de N individus sur T périodes où $i = 1, \dots, N$ désigne l'individu, $t = 1, \dots, T$ le temps. α_i est l'effet fixe individuel, β représente les tendances déterministes propres à chaque individu i et ρ_i est un paramètre constant. ε_{it} L'erreur aléatoire.

L'hypothèse nulle de non stationnarité H_0 s'exprime comme : $\rho_i = 0, \forall i$

Mais c'est l'hypothèse alternative H_1 qui va différer selon le test utilisé.

❖ Levin et Lin (1992)

Andrew Levin et Chien-Fu Lin dans une série de contributions (Levin et Lin 1992, Levin et Lin 1993 et Levin, Lin et Chu 2002) ont proposé le premier test de racine unitaire en panel. Leur démarche est directement inspirée de celle des tests de racine unitaire en séries temporelles de Dickey et Fuller (1979).

Les deux auteurs¹ considèrent que les termes ρ_i sont homogènes entre les individus. Ainsi, ce test suppose que tous les individus sont identiques en termes de présence ou d'absence de racine unitaire dans la mesure où l'on suppose, Ils supposent ainsi que toute l'hétérogénéité inter-individuelle est captée par les effets fixes,

sous l'hypothèse nulle : $\rho = \rho_i = 0$,

et sous l'hypothèse alternative : $\rho = \rho_i < 0$

Une telle hypothèse est cependant fortement restrictive, ce qui a conduit Im, Pesaran et Shin (2003) à développer un test plus souple.

❖ Les tests de Im, Pesaran et Shin

Comme nous l'avons évoqué, une des principales limites du test de Levin et Lin réside dans le caractère homogène de la racine autorégressive sous l'hypothèse alternative. Il est peu probable en effet qu'en cas de rejet de l'hypothèse de racine unitaire on puisse accepter l'hypothèse d'une racine autorégressive ρ_i commune à tous les individus si l'on applique des tests usuels de spécification. Les tests proposés par Im, Pesaran et Shin² dans une série de contributions (1997, 2002 et 2003) permettent de répondre à cette critique. En effet, ces auteurs furent les premiers à développer un test autorisant sous l'hypothèse alternative non seulement une hétérogénéité de la racine autorégressive, mais aussi une hétérogénéité quant à la présence d'une racine unitaire dans le panel³.

Im, Pesaran et Shin (IPS par la suite) considèrent un modèle avec effets individuels et sans tendance déterministe. En l'absence d'autocorrélation des résidus, ce modèle s'écrit :

$$\text{Modèle IPS : } \Delta y_{it} = \alpha_i + \rho_i y_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Le test d'IPS, tout comme le test de Levin et Lin est un test joint de l'hypothèse nulle de racine unitaire ($\rho_i = 0$) et de l'absence d'effets individuels puisque sous l'hypothèse nulle $\alpha_i = 0$:

$$\begin{aligned} \text{Test IPS: } H_0 : \rho_i = 0, \quad i = 1, \dots, N, \text{ contre} \\ H_1 : \rho_i < 0, \quad i = 1, \dots, N_1 \text{ et} \\ \rho_i = 0, \quad i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N. \end{aligned}$$

¹ Levin A., Lin C. F. (1993) "Unit Root Test in Panel Data: New Results", University of California at San Diego, Discussion Paper No. 93-56.

² Im K.S., Pesaran M.H., Shin Y. (2003) "Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels", Journal of Econometrics 115 (revise version of 1997's work), 53-74

³ Hurlin C., Mignon V. (2005) « Une synthèse des tests de Racines Unitaires sur Données de Panel », Université d'Orléans et Université Paris X- Nanterre, p. 15

Sous l'hypothèse alternative peuvent coexister deux types d'individus : des individus indicés

$i = 1, \dots, N_1$ pour lesquels la variable $y_{i,t}$ est stationnaire et des individus indicés $i = N_1 + 1, \dots, N$ pour lesquels la dynamique de la variable $y_{i,t}$ admet une racine unitaire (non stationnaire).

Ainsi, le premier avantage de l'approche d'IPS par rapport à Levin et Lin tient à la prise en compte de l'hétérogénéité de la racine autorégressive sous l'alternative. Mais ce n'est pas le seul avantage. Comme nous allons le voir, les auteurs proposent une statistique de test très simple fondée sur la moyenne des statistiques de Dickey-Fuller ou de Dickey-Fuller Augmentées individuelles. Plus précisément, Im, Pesaran et Shin (2003) ont introduit un test basé sur la moyenne des statistiques de Dickey-Fuller calculées pour chaque individu du panel :

$$t_bar_{NT} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N t_{iT} \quad (3)$$

où t_{iT} est la statistique individuelle de *Student* associée à l'hypothèse nulle de racine unitaire $\rho_i = 0$ dans le modèle (2).

La question qui se pose à ce niveau, Quelle est la loi de cette statistique moyenne t_bar_{NT} sous H_0 ?

- Sous l'hypothèse d'absence d'autocorrélation des résidus, IPS dérivent la loi asymptotique de leur statistique moyenne (lorsque T et N convergent vers l'infini) mais aussi la loi semi- asymptotique lorsque T est fixe et N converge vers l'infini. Dans ce cas, il est en effet possible de dériver la loi exacte de la statistique de test de racine unitaire pour une taille T quelconque, contrairement à la statistique de Levin et Lin. IPS proposent même dans ce cas des approximations des seuils de rejet à distance finie pour T et N fixes¹. Ainsi, pour t_{iT} indépendant et identiquement distribué, on peut établir la loi de la statistique moyenne standardisée Z_{t_bar} :

¹ Hurlin, C., Mignon, V. (2005), op cit, p.15

$$Z_{tbar} = \frac{\sqrt{N} [t_{bar}_{NT} - E(t_{iT})]}{\sqrt{\text{Var}(t_{iT})}} \quad (4)$$

Z_{tbar} converge vers une loi normale centrée réduite ($Z_{tbar} \sim N(0,1)$) ; $E(t_{iT})$ et $\text{Var}(t_{iT})$ représentent respectivement la moyenne et la variance des statistiques individuelles de Dickey-Fuller (les deux moments sont tabulés). IPS ajoutent que, pour la plupart du temps, les statistiques t_{iT} sont indépendantes mais non identiquement distribuées (cas par exemple d'un panel non cylindré) ; donc la statistique moyenne standardisée est donnée par l'expression suivante (pour T et N tendant vers l'infini) :

$$Z_{tbar} = \frac{\sqrt{N} [t_{bar}_{NT} - N^{-1} \sum_{i=1}^N E(t_{iT})]}{\sqrt{N^{-1} \sum_{i=1}^N \text{Var}(t_{iT})}} \quad (5)$$

- En revanche, sous l'hypothèse d'autocorrélation des résidus, on ne peut plus caractériser la loi exacte de la statistique moyenne pour une taille T donnée : IPS dérivent dans ce cas les lois asymptotiques pour T et N tendant vers l'infini (soit de façon séquentielle, soit le long d'une diagonale) et proposent deux statistiques moyennes standardisées¹. On retrouve encore une fois une distribution normale. En effet, lorsqu'on autorise l'autocorrélation des résidus (à l'instar de IPS), le modèle à estimer se présente sous la forme suivante : y_{it}

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \rho_i y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^p \beta_{i,j} \Delta y_{i,t-j} + \varepsilon_{it} ; \quad i = 1; 2; \dots; N ; t = 1; 2; \dots; T. \quad (6)$$

La statistique du test de IPS pour T et N à distance finis sur panel non cylindré est (c'est cette formulation qui est plus généralement retenue) :

$$W_{tbar}(p, B) = \frac{\sqrt{N} [t_{bar}_{NT} - N^{-1} \sum_{i=1}^N E(t_{iT}(\rho_{i,0})) / \rho_{i=0}]}{\sqrt{N^{-1} \sum_{i=1}^N \text{Var}(t_{iT} / \rho_{i=0})}} \sim N(0,1) \quad (7)$$

Pour T et N grands, ou encore dans le cas d'un panel cylindré et les résidus sont corrélés du même ordre pour tous les individus, la statistique $W_{tbar}(p, B)$ converge vers Z_{tbar}

¹ Hurlin, C., Mignon, V. (2005), *ibid.*

Si le test IPS est une avancée par rapport à celui de LEVIN et LIN (1992), il a deux principales limites : le panel doit être cylindré et le nombre de retards pour administrer chaque test ADF ne doit pas différer entre les séries. Donc, nous proposons ensuite le test de MADDALA et WU (1999).

❖ Le test de Maddala et Wu

Le test proposé par Maddala et Wu (1999)¹ est un test de Fisher non paramétrique. Le principe est simple et repose sur une combinaison des niveaux de significativité (c'est-à-dire des p-values) des N tests de racine unitaire (le test d'ADF ou tout autre test de non stationnarité). Le principal avantage est qu'il peut être administré sur des panels non cylindrés. Au lieu de sommer des statistiques de Student, Maddala et Wu proposent d'additionner des seuils de significativité.

Soit ρ_i , le niveau de significativité (c'est à dire la p-value) du test ADF correspondant à la statistique de test relative à l'individu i ($i = 1, \dots, N$). La statistique MW se définit comme :

$$P_{MW} = -2 \sum_{i=1}^N \ln(\rho_i) \quad (8)$$

Si les statistiques individuelles de test sont continues, les p-values sont distribuées selon des lois uniformes sur $[0; 1]$ et $\ln((\rho_i))$ est distribuée selon un χ^2 ; $i = 1, \dots, N$. Maddala et Wu (1999) considèrent le cas où les statistiques individuelles sont indépendantes. Tout comme IPS ou Levin et Lin, ce test est donc un test de première génération reposant sur l'exclusion d'une quelconque relation entre les statistiques individuelles et plus généralement sur l'absence de corrélation inter-individuelle. Sous cette hypothèse, la statistique P_{MW} suit, sous l'hypothèse nulle de racine unitaire, un $\chi^2(2N)$ quelle que soit la taille N de l'échantillon. Pour un risque de première espèce donné, si la réalisation de P_{MW} est supérieure au seuil d'un $\chi^2(2N)$ on rejette l'hypothèse nulle de racine unitaire pour les individus du panel².

Ainsi, tout comme le test proposé par IPS, le test de Maddala et Wu (1999) ne retient pas l'hypothèse alternative restrictive du test de Levin et Lin, selon laquelle le coefficient

¹ Maddala G. S., Wu. S. (1999) "A comparative study of unit root tests with panel data and a new simple test", oxford bulletin of economics and statistics, special issue (1999) 0305-9049

² Hurlin, C., Mignon, V. (2005), op cit, p. 21.

autorégressif ρ_i est le même pour tous les individus. Par ailleurs, ainsi que le notent Maddala et Wu (1999) et Choi (1999), ce test de Fisher présente un certain nombre d'avantages :

- Il peut être mis en œuvre à partir de tout test de racine unitaire
- La dimension temporelle T peut être différente pour chaque individu i du panel
- La dimension individuelle N peut être finie ou infinie
- Différents retards ρ_i peuvent être utilisés dans les régressions individuelles de type ADF.
- Les individus peuvent avoir différents types de composantes stochastiques et déterministes.

Le principal inconvénient du test réside dans le fait que les p-values doivent être obtenues à partir de simulations de Monte Carlo.

Pour des valeurs élevées de N, Choi (1999) suggère d'utiliser la statistique de test suivante :

$$Z_{MW} = \frac{\sqrt{N}(N^{-1}P_{MW} - E[-2 \ln(\rho_i)])}{\sqrt{\text{var}[-2 \ln(\rho_i)]}} = \frac{1}{2\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N [-2 \ln(\rho_i) - 2] \quad (9)$$

La statistique de Choi correspond ainsi tout simplement à une statistique moyenne de type $N^{-1}P_{MW}$ centrée et réduite. Si l'on suppose que les p-values sont *i.i.d.*, l'utilisation du théorème de Lindberg-Levy nous permet de conclure que la statistique réduite Z_{MW} suit sous H_0 une loi N (0; 1) lorsque N tend vers l'infini.

Ainsi, tout comme le test proposé par IPS, le test de Maddala et Wu (1999) ne retient pas l'hypothèse alternative restrictive du test de Levin et Lin selon laquelle le coefficient autorégressif ρ_i est le même pour tous les individus. Par ailleurs, ainsi que le notent Maddala et Wu (1999) et Choi (1999), ce test de Fisher présente un certain nombre d'avantages :

- Il peut être mis en œuvre à partir de tout test de racine unitaire
- La dimension temporelle T peut être différente pour chaque individu i du panel
- La dimension individuelle N peut être finie ou infinie
- Différents retards ρ_i peuvent être utilisés dans les régressions individuelles de type ADF.
- Les individus peuvent avoir différents types de composantes stochastiques et déterministes.

En revanche, le principal inconvénient empirique de l'approche de Maddala et Wu provient de la nécessité de simuler par Bootstrap les distributions des statistiques individuelles afin de construire les p-values individuelles. A l'inverse, on a vu que les statistiques standardisées des tests d'IPS peuvent être construites à partir des moments fournis par les auteurs, ce qui en facilite d'autant la mise en œuvre¹.

❖ Enfin, le test de Hadri (2000)²

Se démarquant des trois tests de racine unitaire de première génération présentés précédemment qui reposaient sur l'hypothèse nulle de non stationnarité, le test de Hadri (2000) est basé sur l'hypothèse nulle de stationnarité. Ce test consiste en une extension du test de stationnarité proposé par Kwiatkowski et al. (1992) dans le cadre de l'économétrie des séries temporelles. Il s'agit d'un test du multiplicateur de Lagrange visant à tester l'hypothèse nulle de stationnarité des séries y_{it} (pour $i = 1, \dots, N$) contre l'hypothèse alternative de racine unitaire³. Le modèle de la série y_{it} s'écrit désormais :

$$y_{it} = r_{it} + \beta_i t + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

Où r_{it} est une marche aléatoire qui s'écrit :

$$r_{it} = r_{it-1} + u_{it} \quad (11)$$

Où u_{it} est un bruit blanc de moyenne nulle et de variance σ_u^2 .

L'hypothèse nulle s'écrit alors:

$$H_0: \sigma_u^2 = 0$$

3.3 Tests de cointégration en panel

Avant de procéder à la vérification empirique de la présence d'une relation de cointégration entre la croissance économique, l'intégration financière et l'ensemble de variables de contrôle, nous allons présenter d'abord l'intuition des tests utilisés dans notre travail empirique. En effet, pour étudier l'existence d'une relation de cointégration, on s'est référé aux travaux de Pedroni.

¹ Hurlin C., Mignon . (2005) ibid.

² Hadri K. (2000) "Testing for stationarity in heterogeneous panel data", *Econometrics Journal* 3: 148–161.

³ Hurlin, C., Mignon, V. (2005), op cit, p. 22.

➤ *Test de cointégration de Pedroni (1995,1997) (1999,2004) :*

P. Pedroni (1995,1997)¹ a proposé divers tests visant à appréhender l'hypothèse nulle d'absence de cointégration intra-individuelle à la fois pour des panels homogènes et hétérogènes. Les valeurs critiques figurant dans les travaux étant relatives à la présence d'un seul régresseur dans les relations de cointégration, P. Pedroni (1999,2004) propose une extension au cas où les relations de cointégration comprennent plus de deux variables. Tout comme les tests de racines unitaires de K.S. Im, M.H. Pesaran et Y. Shin (2003), les tests de Pedroni prennent en compte l'hétérogénéité par le biais de paramètres qui peuvent différer entre les individus. Ainsi, sous l'hypothèse alternative, il existe une relation de cointégration pour chaque individu, et les paramètres de cette relation ne sont pas nécessairement les mêmes pour chacun des individus du panel. La prise en compte d'une telle hétérogénéité constitue un avantage indéniable puisqu'en pratique, il est rare que les vecteurs de cointégration soient identiques d'un individu du panel à l'autre. Dans ces conditions, imposer de manière erronée une homogénéité des vecteurs de cointégration aurait pour conséquence un non rejet de l'hypothèse nulle d'absence de cointégration, alors même que les variables sont cointégrées².

La mise en œuvre des tests de Pedroni nécessite d'estimer dans un premier temps la relation de long terme suivante :

$$y_{i,t} = \alpha_i + \delta_i t + \beta_{1,i} X_{1,it} + \beta_{2,i} X_{2,it} \dots + \beta_{k,i} X_{k,it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

où $i = 1, \dots, N$ désigne le nombre d'individus, $t = 1, \dots, T$ la dimension temporelle et $k = 1, \dots, K$ le nombre de variables exogènes.

Pedroni propose sept tests de cointégration, dont quatre sont basés sur la dimension *within* (intra) et trois sur la dimension *between* (inter). Les deux catégories de tests reposent sur l'hypothèse nulle d'absence de cointégration : $\rho_i = 1$ □_i, où ρ_i désigne le terme autorégressif des résidus estimés sous l'hypothèse alternative. La distinction entre les deux catégories de tests se situe au niveau de la spécification de l'hypothèse alternative tels que :

$$\widehat{\varepsilon}_{it} = \rho_i \widehat{\varepsilon}_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (2)$$

Cette équation désigne la structure des résidus estimés.

¹ Pedroni P. (1995) "panel cointegration, Asymptotic and finite sample properties of pooled time series tests with an application to the PPP hypothesis", *Working Paper in Economics No. 92-013, Indiana University*.

² Hurlin C., Mignon V. (2006) "Une synthèse des tests de Cointégration sur Données de Panel", Université d'Orléans et Université Paris X- Nanterre, pp. 16-17

Comme le montre C. Hurlin et V. Mignon (2005), la distinction entre les deux catégories de tests se situe au niveau de la spécification de l'hypothèse alternative¹ :

- pour les tests basés sur la dimension intra (*within-dimension-based statistics*), cette hypothèse est que, pour chaque membre du panel, il existe un coefficient autorégressif unique et identique. l'hypothèse alternative s'écrit : $\rho_i = \rho < 1 \quad \forall_i$.
- pour les tests basés sur la dimension inter (*between-dimension-based statistics*), l'hypothèse alternative tient compte de l'hétérogénéité des coefficients autorégressifs des membres particuliers du panel. Cette hypothèse s'écrit : $\rho_i < 1 \quad \forall_i$.

Ainsi, On constate que le test basé sur la dimension *inter* est plus général au sens où il autorise la présence d'hétérogénéité entre les individus sous l'hypothèse alternative.

Les tests fondés sur la dimension *within* (intra) sont : la statistique panel v , la statistique panel ρ , la statistique panel t (non paramétrique) et la statistique panel t (paramétrique). En ce qui concerne les tests basés sur la dimension *between* (inter) il y a : la statistique groupe ρ , la statistique groupe t (non paramétrique) et la statistique groupe t (paramétrique).

En présence d'un modèle à effet individuels, la question qui se pose immédiatement est de savoir comment ces effets individuels doivent être spécifiés : doit-on adopter l'hypothèse d'effets fixes ou au contraire l'hypothèse d'effets aléatoire ? Pour répondre à cette question on doit se référer au test de Hausman (1978) qui va nous permettre de distinguer entre les deux modèles.

3.4 Modélisation en présence des effets individuels : test de Hausman (1978)

Le test de spécification d'Hausman (1978)² est un test général qui peut être appliqué à de nombreux problèmes de spécification en économétries mais son application la plus répandue est celle des tests de spécification des effets individuels en panel. Il sert ainsi de discriminer les effets fixes et aléatoires. Autrement dit, du résultat de ce test dépend le choix de la méthode d'estimation qui sera finalement retenue.

¹ Hurlin C., Mignon V. (2006) op cit, p. 17

² J. A. Hausman. (1978) "Specification Tests in Econometrics", Published by: The Econometric Society, Econometrica, Vol. 46, No. 6 (Nov., 1978), pp. 1251-1271

Le test d'Hausman est précisément fondé sur ces propriétés comparées des estimateurs *WITHIN* et *MCG* en présence ou, au contraire, en l'absence d'un phénomène de corrélation entre les variables explicatives et les effets individuels. En effet, l'intuition du test est que :

- s'il y a une différence significative entre les estimations *within* et *mcp* c'est que, vraisemblablement, l'une au moins des variables explicatives est corrélée avec l'erreur spécifique. Dans ce cas il convient de privilégier l'usage de l'estimateur *within* qui garantit des estimations sans biais des coefficients β_i
- s'il n'y a pas de différence significative entre les estimations *within* et *mcp* c'est que les variables sont exogènes par rapport à l'erreur spécifique ; dans ce cas on privilégie l'usage de l'estimateur *mcp* qui est alors sans biais et plus efficace que l'estimateur *within*.

Il s'agit donc de tester l'hypothèse nulle suivante « l'hypothèse de corrélation des effets individuels et des variables explicatives » :

$$H_0 : E(\alpha_i/X_i) = 0$$

$$H_1 : E(\alpha_i/X_i) \neq 0$$

Ce test de spécification peut être interpréter comme suit :¹ sous l'hypothèse nulle H_0 , le modèle peut être spécifié avec des effets individuels aléatoires (d'absence de corrélation entre les effets individuels et les variables explicatives) et l'on doit alors retenir l'estimateur des MCG (estimateur BLUE). Sous l'hypothèse alternative H_1 , le modèle doit être spécifié avec des effets individuels fixes et l'on doit alors retenir l'estimateur *WITHIN* (estimateur non biaisé).

Ainsi, la statistique du test de Hausman appliquée au test de spécification des effets individuels est :

$$H = (\hat{B}_{Within} - \hat{B}_{MCG})' [Var(\hat{B}_{Within} - \hat{B}_{MCG})]^{-1} (\hat{B}_{Within} - \hat{B}_{MCG})$$

Où : $Var(\hat{B}_{Within} - \hat{B}_{MCG})$ est la matrice des variances-covariances des différences entre les deux estimateurs sous H_0 . Cette statistique est distribuée selon une loi de Chi-deux (X^2) à K degrés de liberté (ou K est le nombre de composantes du vecteurs β des coefficients).

¹ HURLIN. C, op cit, p. 50

Ainsi, si la réalisation de la statistique H est supérieure au seuil de $\alpha\%$, on rejette l'hypothèse nulle et l'on privilégie l'adoption d'effets individuels fixes et l'utilisation de l'estimateur WITHIN non biaisé. Autrement dit, si la probabilité du test d'Hausman est inférieure au seuil de $\alpha\%$ c'est que le modèle à effets fixes est préférable au modèle à effets aléatoires.

3.5 Le modèle des moindres carrés ordinaires (MCO)

C'est le plus simple. Il se fonde sur le postulat que les individus qui composent l'échantillon sont rigoureusement homogènes c'est à dire ne se démarquent les uns des autres par aucune caractéristique spécifique.

Ce type de modèle est ainsi spécifié comme suit :

$$y_{i,t} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_k X_{k,it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Où les coefficients sont estimés sur la base d'un échantillon à l'intérieur duquel les données sont « empilées » sans égard par rapport aux individus non plus que par rapport aux dates.

En termes matriciels et pour l'individu i on a encore :

$$y_i = Z_i \alpha + \beta X_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

Mais avec une matrice Z_i à une seule colonne dont tous les éléments sont égaux à 1 de telle sorte que la constante α est la même pour tous les individus.

La méthode des MCO consiste à minimiser la somme des carrés des erreurs, elle repose sur des hypothèses stochastiques liées au terme d'erreur (les variables explicatives sont observées sans erreur, l'espérance mathématique du terme d'erreur est nulle, erreurs non corrélés) et des hypothèses structurelles (absence de colinéarité entre les variables explicatives...etc.)¹. Les estimateurs des MCO sont sans biais, convergents et fournissent les variances les plus faibles.

¹ Khouri M.Nabil. (2008), « Les Déterminants de L'investissement direct étranger dans les pays d'accueil en développement et son impact sur leur croissance économique : Évidences empiriques à partir des données en panel de 81 pays d'accueil en développement observés de 1995 à 2005 », thèse en vue de l'obtention du titre de docteur en sciences de gestion - option : finance, école supérieure de commerce d'Alger, p. 155.

3.6 Le modèle à effets fixes

Le modèle à effet fixe, également appelé modèle de la covariance prend en compte l'hétérogénéité des comportements des individus qui compose l'échantillon (chaque individu présente des caractéristiques propres susceptibles d'affecter la relation étudiée. Ce modèle suppose que l'influence des variables explicatives sur la variable à expliquer est identique pour tous les individus, quelque soit la période considérée¹. Autrement dit, il suppose que les effets spécifiques peuvent être corrélés avec les variables explicatives du modèle. En effet, sous l'hypothèse que les effets individuels α_i sont représentés par des constantes (d'où L'appellation modèle à effet fixe), nous allons déterminer la forme générale des estimateurs des paramètres α_i et β dans ce modèle à effets fixes :

$$y_{it} = \alpha_i + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it} \quad i \in [1, N], \forall t \in [1, T] \quad (1)$$

Ou

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_K X_{K,it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

➤ *Estimateur Within ou LSDV :*

Considérons l'écriture vectorielle du modèle obtenue par un empilement des données par pays :²

$$y_i = e \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_i \quad i = 1, \dots, N \quad (3)$$

(T, 1) (T, 1) (K, 1)(T, K) (T, 1)

L'estimateur des Moindres Carrés Ordinaires (MCO) des paramètres α_i et β dans le modèle à effets fixes est appelé estimateur Within; ou estimateur à effets fixes ou estimateur LSDV (Least Square Dummy Variable). Comme nous l'avons vu, le terme Within s'explique par le fait que cet estimateur tient compte de la variance intra groupe de la variable endogène. La troisième appellation LSDV tient au fait que cet estimateur conduit à introduire des variables dummies, qui dans la spécification (3) correspondent aux vecteurs colonnes de e . En effet, l'estimation de ce modèle LSDV peut aussi poser quelques problèmes de faisabilité (liées à la puissance des moyens de calcul) lorsque le nombre d'individus (et donc de variables dummy) est important. Dans ce contexte on verra que la mise en œuvre de l'opérateur *within* peut être une alternative intéressante pour l'estimation des coefficients du modèle.

¹ KHOURI M. Nabil (2008), *ibid.*

² HURLIN. C, *op cit*, p 26

3.7 Le modèle à effets aléatoires

Dans la pratique standard de l'analyse économétrique, on suppose qu'il existe un grand nombre de facteurs qui peuvent affecter la valeur de la variable expliquée et qui pourtant ne sont pas introduits explicitement sous la forme de variables explicatives. Ces facteurs sont alors approximatés par la structure des résidus. En effet, le modèle à effet aléatoire aborde, d'une autre manière, la question de l'hétérogénéité des individus à l'intérieur d'un échantillon en données de panel, il consiste à représenter les effets individuels par le terme d'erreur. Dans ce modèle le terme d'erreur est décomposé en trois types de facteurs :¹ Il y a tout d'abord les facteurs qui affectent la variable endogène différemment suivant la période et l'individu considéré. Il peut en outre exister des facteurs qui affectent de façon identique l'ensemble des individus, mais dont l'influence dépend de la période considérée (effets temporel). Enfin, d'autres facteurs peuvent au contraire refléter des différences entre les individus de type structurelles, c'est à dire indépendantes du temps (effets individuel).

Dès lors le résidu, noté ε_{it} , d'un modèle de panel peut être décomposé en trois principales composantes de la façon suivante (Hsiao 1986) $i \in [1, N], \forall t \in [1, T]$:

$$\varepsilon_{it} = \alpha_i + \lambda_t + u_{it} \quad (1)$$

Les variables α_i désignent ici les effets individuels qui représentent l'ensemble des spécificités structurelles ou a-temporelles de la variable endogène, qui diffèrent selon les individus. On suppose ici que ces effets sont aléatoires. Les variables aléatoires λ_t représentent quant à elle les effets temporels strictement identiques pour tous les individus. Enfin, le processus stochastique u_{it} désigne la composante du résidu total ε_{it} orthogonale aux effets individuels et aux effets temporels.²

On se limite au cas où il n'existe pas d'effet temporel ($\lambda_t = 0$) donc la structure générale du modèle à effet aléatoire est la suivante :

$$y_{it} = \mu + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\varepsilon_{it} = \alpha_i + u_{it} \quad (3)$$

Ou :

$$y_{it} = \mu + \alpha_i + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

¹ HURLIN. C, op cit, p. 33

² HURLIN. C, ibid.

Section 3. Présentation et interprétation des résultats de l'estimation

Cette section sera consacrée à la présentation des différents résultats obtenus. Dans un premiers lieu, nous passons par le test de *spécification d'homogénéité ou d'hétérogénéité du processus générateur de données* qui a pour but de tester l'égalité des coefficients du modèle étudié dans la dimension individuelle. Ensuite, nous testons la stationnarité des variables à travers les tests de racine unitaire sur panel et nous étudions par la suite la relation de cointégration entre ces variables dans le long terme. En dernier lieu nous passons à l'estimation du modèle avec l'une des trois méthodes d'estimation qui ont été envisagées pour estimer notre échantillon de données de panel : une estimation par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO); une estimation avec effets fixes; ou une estimation avec effets aléatoires et cela à partir de l'équation de base qui prend la forme suivante :

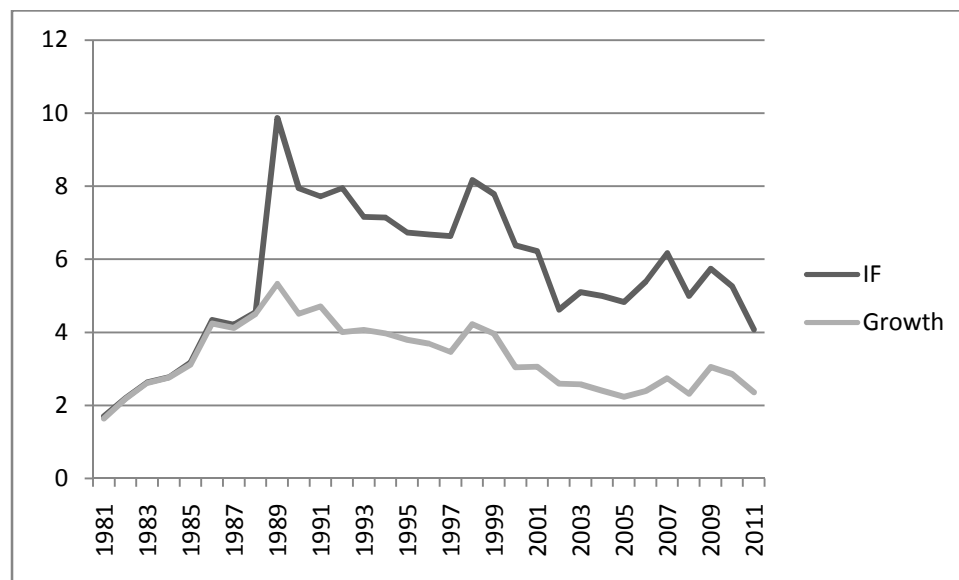
$$Growth_{it} = \alpha + \beta \cdot IF_{it} + \delta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

1. L'analyse graphique et l'analyse préliminaire des corrélations et des statistiques descriptives

Avant de commencer l'analyse empirique de la relation entre l'intégration financière et la croissance économique pour les pays du CCG, nous allons effectuer une analyse préliminaire des statistiques descriptives et des corrélations entre les variables. Cette analyse nous permettra d'avoir une première impression sur les relations existantes entre la variable endogène et les variables explicatives de notre modèle.

Le graphe suivant représente l'évolution dans le temps de la variable endogène (Growth) ainsi que le degré d'intégration financière dans les pays du CCG.

Figure (III.7) : L'évolution de l'intégration financière et la croissance économique dans les pays du CCG



Source : Lane et Milesi-Ferretti database (2011).

A partir du graphe représenté ci-dessus, on remarque qu'au fur et à mesure du progrès de l'intégration financière, le taux de croissance réel par habitant augmente. Donc, nous attendons un effet positif de l'intégration financière sur la croissance économique dans ces pays. Cependant, dans certains cas (pendant la crise), on remarque que les pays du CCG ont connu une baisse importante dans leurs taux de croissance économique, cela peut être expliqué par la forte intégration de ces pays dans l'économie mondiale.

➤ Statistiques descriptives :

Le tableau suivant représente une description statique des indicateurs financiers et économiques du modèle estimé :

Tableau (III.9): Statistiques descriptives de l'échantillon

Variables	Moyenne	Médian	Maximum	Minimum	Ecart type	Observations
Growth	8.48E+10	4.26E+10	4.73E+11	6.45E+09	9.63E+10	186
IF	5.582093	2.528839	34.15155	0.463697	7.084338	186
Open	1.047691	0.918942	2.511389	0.420761	0.363845	186
Dcps	39.05160	35.62028	93.54561	6.951485	17.91517	186
Inf	2.669119	2.088576	15.05015	-7.358000	3.508535	186
Corr	70.46237	70.00000	90.00000	33.00000	13.68689	186

Source : Estimation faite par l'auteur à partir d'Eviews 6.1

➤ Les corrélations préliminaires :

Le tableau suivant affiche les résultats de l'analyse des corrélations entre la croissance économique, l'intégration financière et les variables de contrôle.

Tableau (III.10): L'analyse préliminaire des corrélations

	Growth	IF	Open	Dcps	Inf	Corr
Growth	1					
IF	0.3478	1				
Open	0.2877	0.4614	1			
Dcps	0.1526	0.2632	0.2656	1		
Inf	0.0523	-0.1261	0.0731	0.0951	1	
Corr	-0.40403	0.0586	-0.0313	-0.3306	-0.1073	1

Source : calculs de l'auteur à partir d'Eviews 6.1

A partir des résultats du tableau de corrélations on remarque que :

- La croissance économique est positivement corrélée avec l'intégration financière : le coefficient de corrélation entre *IF* et *Growth* est : 0.34
- Nous remarquons que la variable endogène *Growth* est aussi positivement corrélée avec la variable *DCPS* qui représente les crédits accordés aux secteurs privés ce qui est conforme avec la théorie, et cela, avec un coefficient de corrélation égal à 0.15

- Il y a aussi une corrélation positive entre le ratio d'ouverture commerciale *open* et la croissance économique *Growth* ce qui est en accord avec les conclusions théoriques. Le coefficient de corrélation est égal à 0.28
- En ce qui concerne le taux d'inflation *inf*, on remarque qu'il est positivement corrélé avec la croissance économique ce qui n'est pas conforme avec la théorie mais avec un coefficient de corrélation égal seulement à 0.05
- Enfin, il y a une corrélation nettement négative entre la croissance économique et la corruption *corr*, ce qui est dans la même ligne avec les travaux réalisés pour estimer la relation entre ces deux variables. Le coefficient de corrélation entre *Growth* et *Corr* est de 0.40.

2. Résultats des tests et estimations

2.1 Le test d'homogénéité du processus générateur de données

Comme il a été cité plus haut, avant de passer à l'estimation des coefficients du modèle, il convient d'abord de vérifier la présence des effets individuels dans nos données. En effet, si on trouve que les individus ont des comportements homogènes, il n'y a pas lieu de tenir compte de spécificités individuelles, il y a seulement une intercepte commune à tous les individus. Dans ce cas on se réfère au modèle des MCO. Si en revanche, on trouve qu'il y a bien hétérogénéité des comportements, on doit prendre en compte les effets individuels dans notre modèle, dans ce cas, on doit estimer notre modèle par les méthodes des données de panel (le modèle à effet fixe ou le modèle à effet aléatoire). Sur un plan économique, ce test revient à déterminer si l'on est en droit de supposer que notre modèle empirique est identique pour tous les pays de l'échantillon, ou au contraire s'il existe des spécificités propres à chaque pays. En d'autres termes, on cherche à vérifier la nature de la spécification du processus générateur de données (homogène ou hétérogène) et cela à travers les tests de spécification cités précédemment.

➤ Test d'homogénéité globale :

Nous commençons nos estimations par le test d'homogénéité totale sous l'hypothèse :

$$H_0^1: \beta_i = \beta \quad \alpha_i = \alpha \quad \forall i \in [1, N]$$

La statistique de Fischer F associée au test d'homogénéité totale H_0^1 s'écrit sous la forme suivante :

$$F_1 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR) / [(N-1)(K+1)]}{SCR_1 / [NT - N(K+1)]}$$

Où SCR_1 désigne la somme des carrés des résidus du modèle suivant :

$$y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i' X_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Et $SCR_{1,c}$ la somme des carrés des résidus du modèle contraint :

$$y_{i,t} = \alpha + \beta' X_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Les conclusions de ce test sont les suivantes : si nous acceptons l'hypothèse nulle H_0^1 d'homogénéité, nous obtenons alors un modèle pooled totalement homogène ; mais si nous rejetons l'hypothèse nulle, nous passons à une seconde étape qui consiste à déterminer si l'hétérogénéité provient des coefficients β_i .

Dans le cadre de notre échantillon, les résultats d'estimation montrent que :

- Le résultat d'estimation du modèle (2) contraint montre que $SCR_{1,c} = 0.334210$ Pour identifier les paramètres communs α et β de cette relation, nous appliquons les Moindres Carrés Ordinaires sur les données empilées (modèle pooled).
- Pour le modèle non contraint (modèle (1)), $SCR_1 = 4.45223$

Donc, la réalisation de la statistique Fischer associée au test H_0^1 , $F_1 = 3.00298$

- Ainsi, nous avons vu précédemment que F_1 suivait un Fischer avec $(N-1)(K+1)$ et $NT - N(K+1)$ degrés de liberté, donc : $F(35, 144) \approx 1.54$

On doit donc comparer ces deux valeurs : $F_1 = 3.00298 > F(35, 144) \approx 1.54$

- Donc, on rejette l'hypothèse nulle H_0^1 d'égalité des constantes α_i et des coefficients β_i . Il convient donc de passer au :

➤ **Test d'homogénéité des coefficients β_i :**

Ce dernier a pour but de tester l'hypothèse d'égalité des coefficients β_i entre les pays sous l'hypothèse : $H_0^2: \beta_i = \beta \quad \forall i \in [1, N]$

Avec :

$$F_2 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_1) / [(N-1)K]}{SCR_1 / [NT - N(K+1)]}$$

Où, SCR_1 désigne la somme des carrés des résidus du modèle (1) et $SCR_{1,c}$ la somme des carrés des résidus du modèle contraint (modèle à effets individuels) :

$$y_{i,t} = \alpha_i + \beta' X_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

Les résultats indiquent que :

$$SCR_1 = 4.452232 \quad \rightsquigarrow \quad SCR_{1,c} = 0.926782 \text{ donc } F_2 = 1.48 \text{ et } F(30, 144) \approx 1.57.$$

Puisque $F_2 < F(30, 144)$, l'hypothèse nulle H_0^2 ne peut pas être rejetée, dans ce cas, on confirme donc la structure de panel puisque l'on est en droit de supposer qu'il existe des coefficients communs pour tous les pays entre la croissance économique et les variables explicatives (l'intégration financière et l'ensemble de variables de contrôle).

➤ Test d'homogénéité des constantes α_i :

Il reste enfin de tester l'hypothèse H_0^3 des constantes individuelles α_i sous l'hypothèse,

$$H_0^3 : \alpha_i = \alpha \quad \forall i \in [1, N] \text{ sous l'hypothèse d'égalité des paramètres } \beta_i.$$

Avec :

$$F_3 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_{1,c'}) / (N-1)}{SCR_{1,c'} / [N(T-1) - K]}$$

$SCR_{1,c'}$: Désigne la somme des carrés des résidus du modèle (1) sous l'hypothèse (modèle à effets individuels) et $SCR_{1,c}$ la somme des carrés des résidus du modèle contraint (modèle de pooled) : $y_{i,t} = \alpha + \beta' X_{i,t} + \varepsilon_{it}$

Dans le cadre de notre modèle, les résultats indiquent que :

$$SCR_{1,c'} = 0.926782 \quad \rightsquigarrow \quad SCR_{1,c} = 0.334210, \text{ d'où } F_3 = 22,2519 \text{ et } F(5, 174) \approx 2.26$$

On observe que :

$$F_3 > F(5, 174)$$

Donc, on rejette l'hypothèse nulle H_0^3 d'égalité des constantes α_i , ce résultat indique qu'il est nécessaire d'introduire des effets individuels dans notre modèle.

La spécification finale de notre modèle est donc :

$$Growth_{it} = \alpha_i + \beta \cdot IF_{it} + \delta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Tableau (III.11): Résultats des tests de spécification

Test	Statistique calculée	Statistique tabulée	Résultat
F1	3.00298	1.54	On rejette H_0
F2	1.48589	1.57	On accepte H_0^2
F3	22.2519	2.26	On rejette H_0^3

Source : Estimation faite par l'auteur

2.2 Les résultats des tests de racine unitaire sur données de panel

L'étape préliminaire de l'estimation consiste à effectuer des tests de racine unitaire en panel afin de vérifier l'ordre d'intégration de nos séries. Pour cela, nous utilisons les tests de racines unitaires mis au point par Levin et Lin et Chu 1993 (LLC) et par Im, Pesaran et Shin 1997 (IPS) ainsi que le test ADF.

Le tableau (III.12) présente Les résultats des tests de racine unitaire sous l'hypothèse H_0 qui indique la présence de racine unitaire, donc une probabilité du test inférieure à 10%, 5% et 1% conduit au rejet de H_0 .

Tableau (III.12): Les résultats des Tests de racine unitaire sur panel

Variables	IPS		LLC		ADF	
	Variables en niveau	Variables en différence 1 ^{ère}	Variables en niveau	Variables en différence 1 ^{ère}	Variables en niveau	Variables en différence 1 ^{ère}
Growth	1.5757 (0.9425)	-6.9592*** (0.0000)	-0.7587 (0.2240)	-4.7186*** (0.0000)	6.5041 (0.8886)	64.0671*** (0.0000)
IF	-4.4301 (0.3335)	-4.5516*** (0.0000)	0.2157 (0.5854)	-0.4572 (0.3237)	12.2464 (0.4261)	41.5172*** (0.0000)
Open	-2.3972*** (0.0083)	-6.31512*** (0.0000)	-1.4044* (0.0801)	-2.75519*** (0.0029)	24.1437** (0.0194)	58.0851*** (0.0000)
Dcps	-1.3569* (0.0874)	-5.2445*** (0.0000)	-1.3033* (0.0962)	-3.7382*** (0.0001)	17.2124 (0.1418)	48.3882*** (0.0000)
Inf	-4.3150* (0.0000)	-6.2053*** (0.0000)	-4.9280*** (0.0000)	-6.6374*** (0.0000)	40.5368*** (0.0001)	57.9958*** (0.0000)
Corr	1.7365 (0.9588)	-6.7598*** (0.0000)	0.4091 (0.6588)	-3.8504*** (0.0001)	4.33233 (0.9767)	65.2382*** (0.0000)

Source : Estimation faite par l'auteur en utilisant Eviews 6.1

Note : l'hypothèse de présence de racine unitaire est rejetée à : 1%***, 5%**, 10%*

Comme on peut le remarquer au niveau du tableau (III.12), on ne peut rejeter l'hypothèse nulle de racine unitaire dans plusieurs cas. Les résultats obtenus suggèrent que certaines variables sont non stationnaires en niveau mais stationnaire en différence première, il s'agit de : la croissance économique (*growth*), l'intégration financière (IF) et la corruption (*corr*), tandis que, l'ouverture commerciale (*open*), les crédits accordés au secteur privé (*dcps*) et le taux d'inflation (*inf*) sont stationnaires en niveau. Ce qui nous autorise à réaliser les tests de cointégration sur données de panel entre l'intégration financière la croissance économique et les variables de contrôle pour les variables intégrées du même ordre.

2.3 Les résultats des tests de cointégration de Pedroni

Nous présentons dans cette partie les résultats des tests de cointégration de Pedroni (1999). Sous l'hypothèse nulle d'absence de cointégration, le rejet de cette hypothèse nous permet de conclure l'existence d'une relation de cointégration entre les variables.

Le tableau suivant présente les résultats de ces tests :

Tableau (III.13): Les résultats des tests de cointégration sur panel (tests pedroni, 1999)

	Statistique	Statistique Pondérée
Panel v-Statistic	1.4317 (0.0761)	-0.2535 (0.6001)
Panel rho-Statistic	0.9172 (0.8205)	0.9070 (0.8178)
Panel PP-Statistic	1.9592 (0.9750)	1.0333 (0.8493)
Panel ADF-Statistic	1.9284 (0.9731)	0.6546 (0.7437)
	Statistique	
Group rho-Statistic	2.0410 (0.9794)	
Group PP-Statistic	2.1742 (0.9852)	
Group ADF-Statistic	1.8974 (0.9711)	

Note : l'hypothèse d'absence de cointégration est rejetée à : 1%***, 5%** , 10%*

Source : Estimation faite par l'auteur en utilisant EvIEWS 6.1.

A partir des résultats des tests de cointégration de Pedroni, on remarque, qu'au niveau de notre échantillon, l'ensemble des statistiques sont supérieures à la valeur critique de la loi normale pour un seuil de 5% ce qui donne lieu à l'acceptation de l'hypothèse nulle d'absence de cointégration. Donc, les résultats de ces tests confirment l'absence d'une relation de cointégration entre les variables.

A partir des résultats des tests de cointégration, nous allons tenter de mesurer la relation entre l'intégration financière, la croissance économique et l'ensemble de variables de contrôle par les différents modes d'estimation que l'économétrie de panel nous propose (le modèle à effet fixe ou le modèle à effet aléatoire).

2.4 Les résultats du test de Hausman

Puisque la présence des effets individuels est confirmée, il convient donc de déterminer comment ces effets doivent être modélisés. Autrement dit, on doit déterminer quelle est l'hypothèse la plus appropriée pour notre modèle (l'hypothèse à effets fixes ou celles à effets aléatoire). Pour cela, on doit se référer au test de Hausman (1978) qui permet de distinguer entre les deux cas : le modèle à effet fixe et le modèle à effet aléatoire.

Le tableau suivant présente les principaux résultats du test de Hausman sous l'hypothèse nulle H_0 de présence d'effet aléatoire et l'hypothèse alternative H_1 qui indique la présence des effets individuels fixes

$$H_0 : E(\alpha_i/X_i) = 0$$

$$H_1 : E(\alpha_i/X_i) \neq 0$$

Tableau (III.14): Le résultat du test de spécification de Hausman

P-Value	(Chi-Square.Statistic) Valeur du test
0.0000(*)	1416.31

(*) désigne le niveau de signification au seuil de 5 %

Source : élaboration personnelle à partir des résultats d'estimation en utilisant Eviews 6.1

Dans le cadre de notre échantillon, les résultats du test d'Hausman indiquent que :

La réalisation de la statistique du test est de 1416.31. Étant donné que le modèle comporte cinq variables explicatives ($k = 5$), cette statistique suit un chi deux à cinq degrés de liberté.

La p-value est inférieure au niveau de confiance 5%, donc on rejette l'hypothèse nulle d'absence de corrélation entre les effets individuels et les variables explicatives. Ainsi, on doit ici privilégier l'adoption d'un modèle à effets fixes et retenir l'estimateur within.

2.5 Les résultats d'estimation de la relation entre l'intégration financière et la croissance économique : le modèle à effet fixe

Dans ce qui suit nous allons procéder à l'estimation du modèle à effet fixe qui prend la forme suivante :

$$Growth_{it} = \alpha_i + \beta \cdot IF_{it} + \delta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad \square_i = 1, \dots, 6$$

Les résultats des estimations sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau (III.15): L'impact de l'intégration financière sur la croissance économique

Variable à expliquer <i>Growth</i> : le PIB réel par habitant			
Période : 1981-2011, T= 31, N= 6, Total des observations = 186			
Variables explicatives	MCO (pooling)	Modèle à effet fixe	Modèle à effet aléatoire
Constante	4.20 (9.9456)	2.22 (8.7259)	4.20 (29.5715)
IF	-2.57 (2.642)***	4.65 (0.9794)**	-2.57 (-7.8557)***
Open	-4.19 (2.257)**	3.16 (2.6511)***	-4.19 (-6.7127)***
Dcps	-1.16 (3.1575)***	4.16 (2.4268)**	-1.16 (-9.3884)***
Inf	2.84 (0.1658)	-4.09 (-0.6231)	2.84 (0.4931)
Corr	-3.30 (-7.1640)***	-2.66 (-11.7665)***	-3.30 (-21.3008)***
Prob (F- statistic)	0.0000	0.0000	0.0000
R^2	0.3342	0.9267	0.3342
R^2 ajusté	0.3157	0.9225	0.3157
Effets fixes	Bahrein	-1.13	
	Kuwait	-4.80	
	Oman	-5.82	
	Qatar	-1.75	
	Saoudi Arabia	1.68	
	United Arab Emirates	6.88	

NB : la valeur entre parenthèses indique la statistique t de Student.

Le signe (*) indique un coefficient significatif au seuil de 10%, le signe (**) indique un coefficient significatif au seuil de 5% et le signe (***) indique un coefficient significatif au seuil de 1%

Source : estimation faite par l'auteur à partir d'Eviews 6.1

A partir des résultats du modèle à effet fixe¹ choisis pour estimer notre modèle, les résultats indiquent que :

La valeur de la statistique de Fisher est de 221,5115. Elle nous renseigne sur la significativité globale du modèle et cette valeur élevée avec une probabilité nulle signifie que le modèle est globalement significatif. Le coefficient de détermination (R^2) est de 92.67%, la variance expliquée représente environ 92% de la variance totale, l'ajustement économétrique est donc de qualité supérieure.

En ce qui concerne l'indicateur mesurant le degré d'intégration financière et l'ensemble des variables de contrôle, nos résultats révèlent que :

➤ *L'intégration financière*

L'indicateur de l'intégration financière apparaît avec un signe positif et significatif. Ce résultat soutient l'hypothèse selon laquelle l'intégration financière stimule la croissance économique, il est dans la même ligne des travaux de *Quinn (1997)*, *Honig(2008)*, *Mougani (2012)* et d'autres économistes.

Le signe significativement positif de cet indicateur indique que l'intégration financière dans les pays du CCG influe positivement sur leurs taux croissance économique. Une augmentation de 1% de l'intégration financière entraîne une augmentation de 4.65% de la croissance économique dans ces pays. Ce résultat peut être expliqué par la réussite de la stratégie des différentes réformes (économiques, financières, macroéconomiques et institutionnelles) appliquées dans cette région dans le cadre des accords du conseil de coopération du Golfe (CCG).

Toutefois, il est important de noter que, malgré la présence d'une intégration financière dans les pays membres au CCG qui influe positivement sur la croissance économique de ces pays, mais, le stade d'une intégration parfaite n'est pas encore atteint car ces pays imposent toujours certaines formes de contrôles sur un certain nombre de domaines importants. En effet, les éléments de preuve d'une intégration financière sont disponibles, mais, ils sont limités à une certaine amélioration des conditions préalables à la réalisation de ce processus comme par exemple l'absence d'une monnaie commune qui représente une condition indispensable, parmi d'autres, à la réalisation d'une intégration financière parfaite entre les

¹ Ce modèle a été choisi à partir du test de Hausman

pays de la région. La levée complète de ces restrictions sera une étape importante vers la mise en œuvre d'un pré-requis pour la réalisation des avantages de l'intégration financière et ces effets sur la croissance économique.

➤ *L'ouverture commerciale*

L'ouverture commerciale apparaît avec un signe positif et significatif. Ce résultat est conforme avec les prévisions théoriques réalisées pour tester l'effet de l'ouverture commerciale sur la croissance économique. Par exemple, Frankel et Romer (1999)¹, dans leur étude, ont trouvé une relation positive entre le degré d'ouverture commerciale et la croissance économique. D'après Romer (1993)², l'ouverture entraîne un transfert de technologie qui entraîne une croissance plus importante que celle générée par une simple accumulation du capital. Selon Kose et al (2006)³, l'ouverture commerciale doit impérativement précéder la libéralisation du compte de capital. Autrement dit, plus un pays est ouvert commercialement sur l'extérieur, plus les effets qu'exerce l'intégration financière sur la croissance économique seraient importants. Par conséquent, on peut affirmer que l'ouverture commerciale constitue une pré-condition nécessaire pour la réussite d'une politique d'ouverture du compte de capital.

En ce qui concerne notre échantillon, le signe significativement positif de l'ouverture commerciale signifie que cette dernière affecte positivement la croissance économique dans les pays du Golfe. Plus précisément, une augmentation de 1% de l'ouverture commerciale améliore la croissance de ces pays avec 3.16 %. Cette conclusion peut être expliquée par les effets de la création d'une union douanière entre les pays de la région en 2003: l'élimination des barrières non tarifaires et la mise en place de normes communes, ainsi que la création de nombreuses zones de libre échange entre les pays de la région et avec les pays extérieurs. Ces accords commerciaux sont les prometteurs de l'amélioration de nouvelles opportunités du commerce dans la région du CCG.

¹ Frankel. J. A and Romer. D (1999), "Does Trade Cause Growth?", The American Economic Review, VOL. 89 NO. 3

² Paul Romer (1993), "Idea gaps and object gaps in economic development", Journal of Monetary Economics 32 (1993) 543-573. North-Holland.

³ Kose, M.A., Prasad, E.S., Rogoff, K., Wei, S.-J. (2006), op.cit.

➤ *Le développement financier*

Le coefficient relatif aux crédits accordés au secteur privé est significativement positif. Ces résultats indiquent qu'une augmentation de 1% du ratio du crédit accordé au secteur privé par rapport au PIB entraîne une augmentation de 4.16 % de la croissance économique dans les pays du CCG ce qui est conforme aux différents résultats des études économétriques menées pour déterminer la relation entre le développement financier et la croissance économique (Hermes et Lensink (2003), Aghion et al 2005, Dornbusch 2001, Levine 2004). Selon Levine (2004)¹, le développement du secteur financier favorisera une plus grande mobilisation de l'épargne et une meilleure répartition des ressources économiques, stimulant ainsi les investissements productifs et la croissance économique.

Le signe positif et significatif du ratio du crédit accordé au secteur privé par rapport au PIB indique que le secteur bancaire des pays du CCG a réussi à canaliser les fonds collectés dans les investissements productifs ce qui influe positivement sur la croissance économique de ces pays. Autrement dit, le coefficient significativement positif de cet indicateur qui représente le niveau du développement financier indique que le développement des systèmes financiers des pays du CCG influe positivement sur l'intégration financière de ces pays qui à son tour affecte positivement leur croissance du PIB.

➤ *Le développement institutionnel*

Nos résultats prouvent que la corruption est de signe négatif et significatif. Une baisse de 1% de la corruption améliore la croissance économique avec 2.66 %. Ces conclusions sont conformes aux prédictions théoriques. En effet, il est généralement admis que la corruption freine la croissance en décourageant l'investissement privé. Le signe négatif désigne la présence d'un cadre institutionnel relativement sain et développé dans les pays du CCG.

➤ *La Politique macroéconomique*

L'inflation apparaît avec un signe négatif, ce qui signifie que cette dernière est négativement corrélée avec la croissance économique. Plus précisément, une baisse de 1% d'inflation améliore respectivement le taux de croissance avec 4.09 %. Ce résultat est aussi

¹ Levine .R, (2004), op cit.

conforme avec plusieurs travaux réalisés sur ce sujet par exemple Barro (1997)¹, a montré, dans son étude, l'existence d'une relation inverse entre le taux de croissance du PIB et le taux d'inflation. Selon cet auteur, une inflation élevée peut introduire des distorsions dans le choix d'investissements productifs en défavorisant les investissements à long terme ce qui va avoir un effet négatif sur la croissance économique.

Fischer (1993)² indique que l'inflation est un indicateur qui reflète la capacité du gouvernement à gérer l'économie. Un taux d'inflation élevé non justifié révèle un gouvernement qui a perdu le contrôle de l'économie. Ainsi que, plus l'inflation est élevée, plus les effets positifs de l'intégration financière sur la croissance se réduisent. Le signe significativement négatif de l'inflation dans les pays du CCG suggère la présence d'un système macro économique relativement stable dans ces pays.

Conclusion

Dans ce dernier chapitre, nous avons étudié, via une étude empirique, la nature de la relation entre l'intégration financière et la croissance économique dans les pays membres au conseil de coopération du Golfe (Bahreïn, Koweït, Oman, Qatar, l'Arabie Saoudite et l'Émirats Arabes Unis) tout en prenant en considération un ensemble de conditions initiales tels que, le développement financier, l'ouverture commerciale, le développement institutionnel et la politique macro-économique du pays. Pour ce faire, nous avons utilisé les méthodes d'économétries des données de panel durant la période 1981-2011.

Les résultats auxquelles est arrivée notre étude indiquent que l'intégration des systèmes financiers des pays de CCG a un impact relativement positif sur la croissance économique de ces pays et cela en présence d'un système financier assez développé, des politiques macroéconomiques stables, des échanges commerciaux entre les pays et un cadre institutionnel relativement sain. Ainsi, à partir des résultats des estimations, nous pouvons dire que pour bénéficier encore plus des bienfaits du projet d'intégration financière, les pays du CCG doivent éliminer les distorsions existantes qui les empêchent de récolter les bénéfices de ce processus d'intégration.

¹ Robert J. Barro (1997), "Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study", Harvard Institute for International Development, Development Discussion Paper No. 579

² Fischer. S (1993), «The Role of Macroeconomic Factors in Growth », National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 4565

CONCLUSION GÉNÉRALE

Conclusion générale

Au cours de ces deux dernières décennies, l'économie mondiale a connu des transformations majeures au niveau des transactions financières internationales et des mouvements de capitaux. En effet, aujourd'hui, la mondialisation et la globalisation des marchés sont devenues une réalité qui offre des opportunités de rattrapage aux différents pays par l'accroissement de la croissance économique, l'augmentation des flux de capitaux et le renforcement de la stabilité macro-économique et financière ; cependant, depuis les récentes crises que le monde a connu ces dernières années, de forts doutes se sont progressivement installés pour remettre en cause les bienfaits de l'ouverture du compte de capital.

La théorie économique est assez partagée concernant l'effet de l'intégration financière sur la croissance économique ; de même pour les études économétriques. Il y a des auteurs qui trouvent un effet positive de l'intégration financière sur la croissance économique comme Quinn (1997), Honig (2008), Mougani (2012. et d'autres comme Edison et al (2002), Xuan Vinh vo (2005), n'arrivent pas à dégager ce lien favorable.

Au terme de notre travail, nous avons mené d'un coté une réflexion sur le cadre théorique de l'intégration financière et son impact sur la croissance économique et, d'un autre coté, nous avons étudié empiriquement l'effet de ce processus d'intégration sur la croissance des six économies du CCG à Savoir, Bahreïn, Koweït, Oman, Qatar, l'Arabie saoudite et l'Emirats arabes Unis au cours de la période 1981-2011. Nous avons cherché à surmonter les principales limites des travaux empiriques que nous avons rappelés dans notre revue de la littérature. Plus précisément, nous nous sommes proposé de mesuré le degré d'intégration financière dans ces pays et de vérifier si cette intégration était « une réussite », en analysant son impact sur leur croissance économique. Pour mener cette analyse, nous avons procédé de la façon suivante :

- Dans le premier chapitre, nous avons évoqué les fondements théoriques de base concernant la relation entre l'intégration financière et la croissance économique. Dans la première section, nous avons identifié en premier lieu la relation entre le développement financier et la croissance économique en mettant l'accent sur quelques réflexions de base concernant le système financier et la croissance économique, ensuite, nous somme passé à la présentation du cadre théorique du processus de libéralisation financière avec ces différents aspects. Puis dans la deuxième section, nous avons présenté en détail le processus de l'intégration financière. Enfin, dans la troisième section, nous avons présenté

les effets positifs et les effets négatifs de l'intégration financière du point de vue théorique, ainsi que, leur impact sur la croissance économique.

- Dans le deuxième chapitre, l'attention a été portée sur la présentation des évidences macro-économiques qui concernent l'effet de l'intégration financière sur la croissance économique. Ce chapitre est également composé de trois sections : la première présente un ensemble de méthodes de mesure de l'intégration financière. La deuxième section a été consacrée à l'étude des effets des différents types de flux de capitaux sur les économies des pays receveurs de capitaux étrangers. Et, dans la troisième section, nous avons présenté un ensemble de travaux empiriques sur la relation entre l'intégration financière et la croissance économique en termes d'une revue de la littérature empirique sur le sujet.
- Finalement, dans le dernier chapitre de cette thèse qui est à contenu essentiellement « empirique », nous avons étudié l'impact de l'intégration financière sur la croissance des économies des pays du conseil de coopération du Golfe (CCG) en utilisant un ensemble de méthodes économétriques sur les données de panel. Dans la première section de ce chapitre, nous avons tout d'abord, présenté un aperçu général sur les économies des pays du CCG, ainsi que, les principales caractéristiques du projet d'intégration financière entre les pays de la région et son impact sur la croissance économique. Puis dans la deuxième section, nous avons spécifié notre modèle économétrique et, nous avons analysé, à l'aide de plusieurs méthodes économétrique, la relation entre l'ouverture financière et la croissance de ces économies. La troisième section a été consacrée à la présentation et l'interprétation des résultats.

Les résultats auxquelles a abouti notre étude révèlent que, globalement, pour les six pays du CCG et pour la période (1981-2011), l'intégration financière a eu des effets positifs sur leur taux de croissance économique. En outre, comme supposé initialement, nos estimations indiquent que, cet effet favorable de l'intégration financière sur la croissance des économies des pays du CCG est réalisé, lorsque certaines conditions économiques, financière et institutionnelles sont réunies. Plus précisément, les résultats de notre travail empirique permettent d'affirmer que la solidité du système financier domestique est une condition nécessaire dans un processus de libéralisation et joue un rôle très important dans le succès d'un tel processus. Autrement dit, les entrées de capitaux favorisent la croissance économique au-delà des effets qu'elles engendrent sur l'investissement, mais seulement dans les économies qui ont atteint un certain niveau de développement. Ainsi, nous avons trouvé que le renforcement des fondamentaux macro-économiques et des systèmes financiers est une condition nécessaire

qui génère du bien être et crée aussi un environnement favorable à l'intégration financière. Nous avons aussi tenté de mettre en œuvre l'effet de l'ouverture commerciale sur la relation entre l'intégration financière et la croissance économique, nos estimations indiquent que le processus d'ouverture commerciale est une condition indispensable qui influe positivement sur cette relation. Et, en ce qui concerne les conditions institutionnelles nos résultats révèlent que, la présence d'un cadre institutionnel relativement sain et développé, mesuré dans notre étude par l'indicateur de la corruption, améliore les effets positifs de la libéralisation des mouvements de capitaux sur la croissance économique.

Or, nous pouvons dire que, le processus d'intégration financière a eu un impact positif sur la croissance économique des pays du CCG, malgré que, cette intégration a été, pour un moment donné, durant la crise financière en 2008 qui a touché pratiquement la majorité des économies à l'échelle mondiale, la cause d'une baisse importante des taux de croissance des pays du CCG mais en présence d'un système financier assez solide dans les pays de la région, ils ont pu connaître un retour remarquable dans leur taux de croissance à partir de 2010.

Pour conclure, nous pouvons dire que l'effet positif du projet d'intégration financière sur la croissance des économies du CCG revient à la stratégie des réformes financières qui ont été appliqué entre les pays membres de la région dans le cadre des accords du conseil, mais le stade d'une intégration parfaite n'est pas encore atteint à cause de certaines formes de restrictions imposées sur les transactions financière entre ces pays. En effet, les éléments de preuve d'une intégration financière sont disponibles, mais, ils sont limités à une certaine amélioration des conditions préalables à la réalisation de ce processus, par exemple, La mise en place d'une monnaie commune entre les pays du CCG devrait contribuer à promouvoir l'intégration financière en éliminant les obstacles à la libre circulation des capitaux. Aussi, La structure des économies de ces pays reste relativement dominée par le secteur pétrolier, donc une plus grande diversification économique peut contribuer à l'accroissement du volume des transactions commerciales entre les pays de la région. La levée complète de ces restrictions sera une étape importante vers la mise en œuvre d'un pré-requis pour la réalisation des avantages de l'intégration financière et ses effets sur la croissance économique.

Recommandations

Après avoir étudié différents aspects du processus d'intégration financière dans les pays du CCG, et afin de s'ouvrir à l'économie mondiale et récolter les avantages et les gains de la libéralisation et l'intégration économique, nous pouvons fournir quelques recommandations qui peuvent contribuer à l'augmentation des effets positifs de cette politique sur la croissance économique de ces pays :

- Alléger les restrictions imposées sur les transactions financières pour dynamiser le marché financier.
- Améliorer les conditions économiques, financières et politiques qui contribuent à attirer des investissements directs étrangers
- L'économie mondiale est entraînée de connaître des changements profonds et pour cela les systèmes économiques et financiers des pays du CCG doivent se moderniser encore plus et s'ouvrir au plus vite afin de s'adapter.
- Pousser les institutions financières à multiplier et diversifier les investissements dans différents secteurs économiques.
- Lutter contre le secteur de l'économie informel en harmonisant les mesures prises entre les pays du CCG.
- Rapprocher les pays entre eux en éliminant toute forme d'entrave dans le but d'avoir un meilleur partage des connaissances et d'informations financières sur les marchés.
- Améliorer le secteur réel de l'économie en confortant le rôle de l'intermédiation financière qui est une fonction essentielle dans tout le secteur économique, bancaire et financier.
- Établir une convergence macro-économique entre les six pays du CCG en harmonisant les différents systèmes juridiques et réglementaires ainsi que les méthodes de supervision.
- Encourager et inciter les projets de lutte élaborés par les communautés économiques régionales destinés à combattre toutes les entraves au développement économique et l'évolution des marchés régionaux à l'image de l'infrastructure, le transport ou la corruption par exemple.
- savoir remettre en cause tout le système économique pour atteindre une meilleure efficacité.

BIBLIOGRAPHIE

Bibliographie

- Abdlatif y., Al-Hamad. (2010) “La Crise Economique et les Investissements dans la Region Arabe ”, *Fonds Arabe Pour Le Developpement Economique Et Social*, Koweït.
- Abdullahi D. Ahmed. (2011) “ International Financial Integration, Investment and Economic Performance in Sub-Saharan African Countries”, *Global Economy Journal*, article5, volume 11, issue 4.
- Abouch M ., Ezzahid E. (2007) “ Financial Development and Economic Growth Nexus: The Moroccan Case ”, 11èmes Rencontres Euro-méditerranéennes, Nice 15-16 novembre 2007.
- Adeniyi O., Omisakin O., Egwaikhide F. O., Oyinlola A. (2012) “Foreign Direct Investment, Economic Growth And Financial Sector Development In Small Open Developing Economies“, *Economic Analysis And Policy*, Vol. 42, No. 1, march, pp. 105-127.
- Agénor P-R. (2001) “Benefits and Costs of International Financial Integration : Theory and Facts”, *World Bank*, Policy Research Working Paper No. 2699.
- Aglietta M., Brender A., Coudert V. (1990) “ Globalisation Financiere : L’aventure Obligee ”, *Centre D’études Prospectives Et D’informations Internationales France*, Economica, 1990.
- Agrawal G., et Khan M. A. (2011) “Impact Of Fdi On Gdp Growth: A Panel Data Study“, *European Journal Of Scientific Research*, vol 57, No. 2, pp. 257-264.
- Aissaoui. (2013) “Saudi Arabia’s Economic Diversification: Progress In The Context Of The GCC And Challenges”, *Economic Commentary*, vol. 8 n° 6, Juin 2013, Apicorp Research.
- Aka Brou Emmanuel. (2005) “ Le Rôle des Marchés de Capitaux dans la Croissance et le Développement Economiques ”, thèse de doctorats en sciences économiques, sous la direction de Monsieur Jean-Marine SERRE Université d’Auvergne, Clermont-Ferrand I.
- Akhtar Shamshad, Reinikka Ritva. (2010) “Sur la Voie de la Relance”, Banque Mondiale Région du Moyen Orient et du Moyen Orient et d’Afrique du Nord–Bilan Économique Régional, Avril 2010.
- Alesina A., Grilli V., Milesi-Ferretti G.M. (1993) “The Political Economy of Capital Controls”, *NBER Working Paper No. 4353*.
- Alfaro L., Chanda A., Kalemli-Ozcan S., Sayek S. (2004) “FDI and economic growth: the role of local financial market”, *Journal of International Economics*, No. 64.
- Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V. (2006) “Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions”, <http://www.people.hbs.edu/lalfaro/>.
- Allen D.S., Ndikumana L. (2000) “Financial Intermediation and Economic Growth in Southern Africa”, *Journal of African Economies*, Vol. 9, pp. 132-160.
- Aloui C., Saidi H. (2010) “Capital Account Liberalization and Economic Growth: GMM System Analysis”, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 2, No. 5; November 2010.
- Amaira B. (2006) “ Les Conditions Préalables à la Réussite des Réformes Financières au Sain des Pays Emergents ”, 23ème journées d’économie monétaire et bancaire, Lille, 22 et 23 juin.
- Andrew A. W. (2006) “The Stock Markets: Between the Imperatives Of Economic Transformation And Financial Liberalization and Their Requirements Of Development”, *Dar Al-Fikr Al Jamiai*, Alexandria, Egypt.

- Ang J. B. (2008) “What Are The Mechanisms Linking Financial Development and Economic Growth In Malaysia ?”, *Economic Modelling* 25, p.38-53.
- Aoki K., Benigno G., Kiyotaki N. (2010) “ Adjusting to Capital Account Liberalization”, *CEP Discussion Paper, n°1014*.
- Arestis., Demetrides. (1996) “Finance and Growth : Institutional Considerations and Causality”, Working Paper 9605, University of East London, Department of Economics.
- Arrow K.J. (1971) “Essays in the Theory of Risk-Bearing”, Amsterdam : North-Holland.
- Atje R., Jovanovic B. (1993) “Stock Markets and Development”, *European Economic Review*, Vol 37, N°2-3, pp. 632-640.
- Aykut D., Sayek S. (2007) “The Role of the Sestoral Composition of Foreign Direct Investment on Growth”, in *Do Multinationals Feed Local Development and Growth?* Edited by L. Piscitello and G. D. Santangelo, Elsevier, 2007.
- Azzabi S. (2012) “ Intégration Financière Internationale, Développement Financier et Croissance dans les Pays Emergents et en Développement”, thèse de doctorat en sciences économiques, Sous la direction de Jean-Pierre ALLEGRET et de Fethi SELLAOUTI, Université Lumière Lyon 2
- Baele L., Ferrando A., Hordahl P., Krylova E., Monnet C. (2004) “Measuring Financial Integration in the Euro Area”, *Occasional paper series N°. 14*.
- Bagehot W. (1873) “ Lombard Street: A Description of the Money Market ”, *H.S. King*, Londres.
- Bailliu J. (2000) “Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries “, Document de travail no 2000-15, Banque du Canada.
- Balasubramanyam V.N., Salisu M., Sapsford D. (1996) “Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS countries”, *Economic Journal*, Vol. 106, No. 434 (January).
- Baltagi B.H., Demetriades P.O., and Law S.H. (2009) “Financial development and openness : Evidence from Panel Data”, *Journal of Development Economics* 89, 285-296.
- Barro R. J. (1990) “ Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth” *Journal of political economy*, Vol 98, n° 5, pp. 103 – 125.
- Barro R., Sala-i-Martin X. (1992) “Convergence”, *Journal of Political Economy*, Vol. 100, pp. 223-251.
- Bartolini L., Drazen A. (1997) “Capital-Account Liberalization as a Signal”, *American Economic Review*, Vol. 87 (March).
- Beck. T. (2010) “Développement de la Finance et Croissance Economique: Banques Versus Marchés Financiers? ”, *la revue secteur prive et developpement* , N° 5, PROPARCO.
- Bekaert G., Harvey C., Lundblad C. (2001) “ Does Financial Liberalization Spur Growth?”, *NBER Working Paper No. 8245*.
- Ben Gamra S., Clévenot M. (2006) “Libéralisation Financière Et Crises Bancaires dans les Pays Emergents : la Pregnance du Role des Institutions ”, *CEPN CNRS working paper, université paris 13, No. 08*.
- Ben Marzouka T. (2008) “ Cours D’économie Internationale”, *Institut de Financement du Développement du Maghreb Arabe*, 26ème promotion, documentation française, Paris
- Ben mbarek H., Rachidi H. “Le Sens de Causalite entre Développement Financier et Croissance Economique : Essai sur la Cointegration en Données de Panel dans les Pays Développés et en Voie de Développement”.

- Blalock G., Gertler P.J. (2005) "Foreign Direct Investment and Externalities : The Case for public Intervention", in *Does Foreign Investment Promote Development?*; ed. By Theodore H. Moran, Edward M. Graham, and Magnus Blomstrom (Washington; Institute for International Economics)".
- Blancheton B., Maveyraud-tricoire S. (2006) "Les Indicateurs d'Integration Financiere Internationale : Un Faisceau De Mesures Convergent", *Cahiers du GRES, Cahier n° 2006*.
- Borensztein E., De Gregorio J., Lee J.-W. (1998) "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth ?", *Journal of International Economics*, No. 45 (1998), pp. 115-135; ou NBER Working Paper No. 5057.
- Bosworth B., Collins S. (1999) "Capital Inflows, Investment and Growth ", Tokyo Club Papers, Vol. 12
- Bourguinat H. (1999) *Finance Internationale, après l'euro et les crises*. Puf, Paris.
- Boyd J., Smith B. (1996) "The Coevolution of the Real and Financial Sectors in The Growth Process" *World Bank Economic Review*, vol. 10, n° 2, pp. 371-396.
- Boyer R., Dehove M., Plihon D. (2004) "Les Crises Financières", Rapport du Conseil d'Analyse Economiques (CAE) No. 50, novembre 2004, <http://www.cae.gouv.fr/>.
- Burk O., Mordasini M. (2009) "Envois de Fonds par les Emigrants : Quel Impact pour les Pays Pauvres ?" *La Vie Economique, Revue de politique économique*, 6-2009.
- Burkett P., Dutt A. K. (1991) "Interest Rate Policy, Effective Demand, and Growth in LDC S." *International Review of Applied Economics*, vol. 5(2), pp. 127-153.
- Butkiewicz J.L., Yanikkaya H. (2008) "Capital Account Openness, International Trade, And Economic Growth: A Cross-Country Empirical Investigation," *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol.44, No. 2, pp 15-38.
- Brezigar-masten A., Corlcelli F., I Masten. (2010) "Financial Integration and Financial Development in Transition Economies : What Happens During Financial Crises ?", *Document de travail du centre d'économie de la sorbonne, université paris 1*.
- Calvo G., Talvi E. (2005) "Sudden Stop, Financial Factors, and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile", *NBER Working Paper No. 11153*.
- Cameliau C. (2006) "La Croissance ou Le Progrès : Croissance, Décroissance Ou Développement Durable ", Editions du Seuil, Février, France.
- Carkovic M.; Levine R. (2005) "Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth? In T.H. Moran, E.M. Graham, and M. Blomstrom. Does foreign direct investment promote development? Washington, DC: Institute for International Economics and Center for Global Development, pp. 195-220.
- Chen J., Quang T. (2012) "International Financial Integration and Economic Growth: New Evidence on Threshold Effects", *paris school of economics, Working Paper N° 2012 – 30*.
- Chinn M., Ito H. (2008) "Notes on the Chinn-Ito Financial Openness Index", <http://web.pdx.edu/ito/>
- Chinn M., Ito H. (2013) "Notes on The Chinn-Ito Financial Openness Index 2011 Uptade", <http://web.pdx.edu/ito/>
- Chinn M., Ito H. (2007) "A New Measure of Financial Openness", <http://web.pdx.edu/ito/>
- Choe J.I. (2003) "Do Foreign Direct Investment and Gross Domestic Investment Promote Economic Growth ?" *Review of Development Economics*, 7(1).

- Christian Friedrich., Isabel Schnabel., Jeromin Zettelmeyer. (2013) “Financial Integration and Growth- Why is Emerging Europe Different?”, *Journal of International Economics* 89, pp. 522-538.
- Christopoulos D. K., Tsionas E. G. (2004) “Financial Development and Economic Growth : Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests”, *Journal of Development Economics*, Vol 73, N°1, pp. 55-74.
- CNUCED. (2013) “ Rapport sur le Commerce et le Développement”, rapport du secrétariat de la conférence des nations unies sur le commerce et le développement, nations unies. New York et Genève 2013.
- Codes de l’OCDE. (2007) “La Libération des Mouvements de Capitaux et des Operations Invisibles Courantes”, *Guide De Référence 2007*.
- Collier P., Hoeffler A., Pattillo C. (2001) “Fight Capital as a portfolio Choise”, *World Bank Economic Review*, Vol. 15, No. 1, pp. 55-80
- Mohammed Kheiri EL CHIKH. (2012) “Study: Financial Integration of the Gulf Cooperation Council Makes the Gulf Capital Markets More Efficient And Effective”, Bahrain News Agency.
- De Gregorio J., Guidotti P. E. (1995) “Financial Development and Economic Growth”, *World Development*; Vol 23, N°3, pp. 433-448.
- De Mello Jr., L. R. (1999) “Foreign Direct Investment-Led Growth : Evidence From Time Series and Panel Data”, *Oxford Economic Papers*, Vol. 51, No.1 (January).
- Demetriades P. O., Hussein. K. (1996) “Does Financial Development Cause Economic Growth ? Time-Series Evidence from Sixteen Countries”, *Journal of Development Economics*, Vol 51, N°2, pp. 387-411.
- Demircuc-Kunt A., Detragiache E. (1998) “Financial Liberalization and Financial Fragility”, *IMF Working Paper*, March.
- Diamond D., Rajan R. (2000) “ Banks, Short Term Debt, and Financial Crises : Theory, Policy Implications, and Applications “, *NBER Working Paper No. 7764*.
- Dincer N., Kandil M., Trabelsi M. (2011) “On Capital Flows and Macroeconomic Performance : Evidence Before and After the Financial Crisis in Turkey”, presented at ERF 17th annual conference in Turkey, 20th- 22th March, pp. 01-26.
- Dollar D., Kraay A. (2004) “Trade, Growth And Poverty”, *Economic Journal*, vol. 114, n°493, pp. 22-49.
- Edison H.j., Levine R., Ricci L., Slok T. (2002) “International Financial Integration and Economic Growth”, *Journal of International Money and Finance*, No. 21.
- Edwards S. (1998) “Openness, Productivity, And Growth: What Do We Really Know”, *Economic Journal*, vol. 108, n°447, pp. 383-398.
- Edwards S. (2001) “Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economics Different ? “ *NBER Working Paper No. 8076*.
- Edwards S. (2005) “Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals”, *NBER Working Paper No. 11170*.
- Edwards S. (2009) “Sequencing of Reforms, Financial Globalisation, and Macroeconomic Vulnerability”, *Journal of the Japanese and International Economies*, Elsevier, Vol. 23, No. 2, June, PP. 131-148.

- Eggoh C. J. (2008) “ Développement Financier, Instabilité Financière et Croissance Economique : un Réexamen De La Relation ”, *colloque du GDR CNRS 2989 “ économie du développement et de la transition”*. juillet.
- Eichengreen B. (2000) “Taming Capital Flows”, *World Developmet*, Vol. 28, No. 6.
- Eichengreen B. (1996) “ L’expansion du Capital. une Histoire du Système Monétaire International ”, *Princeton University Press*.
- Eichengreen B., Leblang D. (2002) “Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right? ”.
- Feldstein M., Horioko C. (1980) “Domestic Savings and International Capital Flows”, *The Economic Journal*, Vol. 90, No. 358, June 1980, pp. 314-330.
- Feldstein M. (1982) “Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and Short Run”, *NBER Working Paper No.0947*.
- Feldstein M., Bacchetta Ph. (1989) “National Saving and International Investment”, *NBER Working Paper No. 3164*.
- Findlay R. (1978) “Relative Backwardness, Direct Foreign Investment, and the Transfer of Technology: A Simple Dynamic Model”, *Quarterly Journal of economics*, 92, pp. 1-16.
- Fischer S. (1993) “ The Role Of Macroeconomic Factors in Growth ”, National Bureau of Economic Research , *Working Paper No. 4565*
- Fischer S. (2001) “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”, *Journal of Economic Perspectives*, *American Economic Association*, Vol. 15 (2), pp 3-24.
- Flandreau M., Rivière C. (1999) “ La Grande « Retransformation » ? Contrôles de Capitaux et Intégration Financière Internationale, 1880-1996 ”, *Economie Internationale*, No. 78. 2^e trimestre 1999.
- FMI. (2014) “Moyen-Orient, Afrique du nord, Afghanistan et Pakistan ”, FMI, base de données des perspectives économiques régionales.
- François-Xavier Bellocq., Yves Zlotowski. (2013) “ Les Pays Emergents dans la Globalisation Financière : Rupture ou Continuité ? ”, agence française de développement (afd), macroéconomie et développement, octobre 2013/ N° 11.
- Frankel J A and Romer D. (1999) “Does Trade Cause Growth?”, *The American Economic Review*, Vol. 89 NO. 3
- Frankel J., Cavallo E. (2004), “Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops or Less ? Using Gravity to Establish Causality”, *NBER Working Paper No. 10957*.
- Fritz R. G .(1984) “Time Series Evidence on the Causal Relationship between Financial Deepening and Economic Development”, *Journal of Economic Development*; juillet, pp. 91-112.
- Fry M.J. (1997) “In Favor of Financial Liberalization”, *The Economic Journal*, vol. 107, No.442, May.
- GALBIS V. (1977) “Financial Intermediation and Economic Growth in Less-Developed Countries : A Theoretical Approach”, *Journal of Development Studies*, Vol. 13, N_2, pp 58-72.
- Gale D., Hellwing M. (1985) “Incentive Compatible Debt Contracts: the one period Problem”, *Review of Economics Studies*, 52, p. 647-663.
- Garello Jaques., Naudet Jean-Yves.(1991) *Abecedaire de Sciences Economiques*, Albatros, Paris.
- Gelos R. G., Wei S-J. (2005) “Transparency and International Portfolio Holdings”, *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 6 (December).

- Gerschenkron A. (1962) “Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays”, Belknap Press of Harvard University Press.
- Glick R., Guo X., Hutchison M. (2006) “Currency Crisis, Capital Account Liberalisation, and Selection Bias”, Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper 2004-15*, <http://www.frbsf.org>.
- Goldsmith R.W. (1969) “Financial Structure and Development”, New Have, Yale University Press.
- Greenwood G., Smith B. (1997) “Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets”, *Journal of Economic Dynamics And Control*, vol. 21, n° 1, pp. 145-181.
- Grilli V., Milesi-Ferretti G.M. (1995) “Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls”, *IMF Staff Papers*, Vol. 42, No.3 septembre, pp. 517-551.
- Gurley J.G., Shaw E.S. (1955) “Financial Aspects of Economic Development”, *American Economic Review*, Vol 45, N°4, pp. 515-538.
- Hadri K.(2000) “Testing For Stationarity in Heterogeneous Panel Data”, *Econometrics Journal* 3: 148–161.
- Harrison A., Love I., McMillan M. (2003) “Global Capital Flows and Financing Constrains”, <http://are.berkeley.edu/>.
- Hausman J. A. (1978) “Specification Tests in Econometrics”, Published by: The Econometric Society, *Econometrica*, Vol. 46, No. 6 (Nov., 1978), pp. 1251-1271
- Haveman J.D., Lei V., Netz J. S. (2001) “International Integration and Growth : A Survey and Empirical Investigation”, *Review of Development Economics*, Vol. 5; No. 2 (june).
- Henry P.B. (2000a) “Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices”. *Journal of finance*, Vol 55 (April), pp. 52-64.
- Hermes N., Lensink R. (2003) “Foreign Direct Investment , Financial Development and Economic Growth”, *Journal of Development Studies*, Vol 40, No 1 (October) pp. 142.163.
- Honig A. (2008) “Addressing Causality in the Effect of Capital Account Liberalization on Growth”, Amherst College, Amherst, MA 01002.
- Honoré Ahishakiye. (2010) “Impact des Investissements Directs Etrangers sur la Croissance Economique au Burundi “, *Revue de l’institut de Développement Economique (RIDEC)*.
- Hsiao C. (1986) ”Analysis of Panel Data”, Econometric society Monographs N0 11 Cambridge University Press.
- Hurlin C. “L’Econométrie des Données de Panel Modèles Linéaires Simples”, Ecole Doctorale Edocif Séminaire Méthodologique.
- Hurlin C., Mignon V. (2005) “Une Synthèse des Tests de Racines Unitaires sur Données de Panel”, Université d’Orléans et Université Paris X- Nanterre.
- Hurlin C., Mignon V. (2006) “Une Synthèse des Tests de Cointégration sur Données de Panel”, Université d’Orléans et Université Paris X- Nanterre.
- Im K.S., Pesaran M.H., Shin Y. (2003) “Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels”, *Journal of Econometrics* 115 (revise version of 1997’s work), 53-74.
- Ishii S., Habermeier K., Laurens B., Leimone J., Vadasz J., Canales-Kriljenko J.I. (2002) “Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability”, *IMF Occasional paper No. 211*, *International Monetary Funds*.



- Johnston. B. R ., Sundararajan. V. (1999) “Sequencing Financial Sector Reforms : Country Experiences and Issues”, *International Monetary Fund*, Washington.
- Jude C. (2009) “Croissance Economique et Développement Financier : éléments d’analyse théorique et empirique ”, thèse de doctorat en sciences économiques, Université D’orléans.
- Juglar C. (1862) “Des Crises Commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis, Paris : Guillaumin et Cie”, Paris, 1862.
- Julio Ramos-Tallada. (2013) “ Le Fmi et la Gestion des Flux de Capitaux : la Longue Route Vers Une Approche Gramatique ”, direction générale des études et des relations internationales, service des relations monétaires internationales, Bulletin de la banque de France. N° 192. 2e trimestre 2013.
- Kaminsky G., Reinhart C. (1999) “The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”, *The American Economics Review*, Vol. 89, No.3 June 1999.
- Kaminsky G., Schmukler S. (2008) “Short-Run Pain, Long-Run Gain : Financial Liberalization and Stock Market Cycles”, *Review of Finance*, Vol 12, N°2.
- Kangi Kpodar. (2006) “Développement Financier, Instabilité Financière et Croissance Economique : Implications Pour la Réduction de la Pauvreté ”, thèse de doctorat sciences économiques, sous la direction de Mme Sylviane Guillaumont Jeanneney, université d’Auvergne-CLERMONT I.
- Kaouther Amiri KATEB. (2011) “ Impact de L’Intégration Financière sur la Croissance Economique et L’Instabilité Macroéconomique : Application aux Pays Emergents et aux Pays en Développement ”, Thèse pour le Doctorat en Sciences Economiques, université Tunis El-Menar.
- KAPUR B. (1976) “Alternative Stabilization Policies for Less-Developed Economies”, *Journal of Political Economy*, Vol. 84, N_4, pp. 777-795.
- Kapur B. (1992) “Formel and Informel Financial markets, and the Neo-Structuralists Development Economics”, Vol. 18(1), pp. 63-77.
- Kar M., Nazlioglu S., Agir H. (2011) “Financial Development and Economic Growth Nexus in the MENA Countries: Bootstrap Panel Granger Causality Analysis”, *Economic Modelling*, vol. 28, n°1-2, p.685-693.
- KHOURI M. Nabil. (2008) “ Les Déterminants de L’investissement Direct Etranger dans les Pays D’accueil en Développement et son Impact sur leur Croissance Economique : Evidences Empiriques à Partir des Données en Panel De 81 Pays D’accueil en Développement Observés de 1995 à 2005”, thèse en vue de l’obtention du titre de docteur en sciences de gestion - option : finance, école supérieure de commerce d’Alger.
- Kindleberger C.P. (1986) “Histoire Financière de l’Europe Occidentale”, Economica.
- Kitchin J. (1923) “Cycles and Trends in Economic Factors”, *Review of Economics and Statistics*. 1923, Vol. 5, 1, pp. 10-16.
- Klein M., Olivei G. (1999/2006), “Capital Account liberalization, Financial Depth, and Economic Growth”, *NBER Working Paper No. 7384*.
- Kondratiev N. (1926) “Les vagues longues de la conjoncture”.
- Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K., Wei S.-J. (2006) “Financial Globalization: A Reappraisal”, *IMF Working Paper, WP/06/189, International Monetary Fund*.
- Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K., Wei S.J. (2009) “Financial Globalization and Economic Policies”, *IZA Discussion Paper*, n°4037.

- Kose M.A., Prasrad E., Rogoff K., Wei S.J. (2006) “Financial Globalization: A Reappraisal”, *International Monetary Fund, WP/06/189*.
- Kraay A. (1998) “In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization”, World Bank.
- Kumar N. (1996) “Foreign Direct Investment and Technology Transfers in Development : A Perspective on Recent Literature”, Discussion Paper n° 9606, INTECH, The United Nations University.
- Lane P.R., Milesi-Ferretti G.M. (2007) “ The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004 ”, *Journal of International Economics*, vol. 73, n°2, p.223-250, version remaniée de Lane P.R. et Milesi-Ferretti G.M. (2006).
- Lecaillon. J. (1972) “La Croissance Economique ”, Editions CUJAS, Paris.
- Levin, A., and Lin C. F. (1993) “Unit Root Test in Panel Data: New Results”, University of California at San Diego, Discussion Paper No. 93-56.
- Levine R ., Zervos S. (1998) “Stocks Markets, Banks, and Economic Growth”, *American Economic Review*, Vol.88(3), pp.537-558.
- Levine R. (1997) “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 2, pp. 688-725.
- Levine R. (2004) “Finance and Growth: Theory and evidence ”, *NBER Working Paper*, n°10766.
- Levine R. (2005) “Finance and Growth: Theory and Evidence ”, in P. Aghion et S. Durlauf (éds.), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier Science, Amsterdam, p. 865-934.
- Levine R., Loayza N. et Beck T. (2000) “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, n°1, p.31-77.
- Lothian J.R. (2001) “Financial Integration over the past Three Centuries”, *Independent Institute Working Paper No. 26, March 2001*, <http://www.independent.org>.
- Lucas R. (1988) “On the Mechanics of Economic Development ”, *Journal of Monetary Economics*, Vol 22, p 3-42.
- Luintel K. B., Khan M. (1999) “A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus : Evidence from a Multivariate VAR”, *Journal of Development Economics*, Vol 60, N°2, pp. 381-405.
- Lund S., Daruvala T., Dobbs R., Härle P., Hwek J-H ., Falcón R. (2013) “Financial globalization: Retreat or reset? Global Economic Watch, McKinsey Global Institute, McKinsey & Company.
- Maddala G. S., Wu S. (1999) “A Comparative Study of Unit Root Tests With Panel Data and a New Simple Test”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Special Issue (1999) 0305-9049.
- Marunping M. (2005) “Challenges for Regional Integration in Sub-Saharan Africa: Macroeconomic Convergence and Monetary Coordination”, The National, Regional and International Challenges Fondad, The Hague, December.
- MATHIESON D. (1979) “Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy”, *IMF Staff Papers*, Vol. 26, N_3, pp. 450-489.
- Mc Kinnon R.I. (1991) “The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy”, 2ème édition, the Johns Hopkins University press, 200 pp.
- Mckinnon R. I. (1973) “Money and Capital in Economic Development ”, *The Brookings Institution*, Washington. D. C.

- Michalet C.A. (1999) “La Séduction des Nations ou Comment Attirer les Investissements”, édition Economica, Paris.
- Miotti L., Plihon D. (2001) “Libéralisation Financière, Spéculation Et Crises Bancaires”, *Economie Internationale*, la revue de CEPII N° 85, 1^{er} trimestre 2001, pp : 3-36.
- Mishkin F. (2007) *Monnaie, banque et marchés financiers*, Pearson Education, Paris
- Mishra P. (2006) “Emigration and Brain Drain : Evidence from the Caribbean “, *IMF Working Paper WP/06/25*, *International Monetary Fund*.
- Mohieddine Kronfol. (2014) “Le Potentiel Croissant des Obligations du Conseil de Coopération du Golfe ”, *Franklin Templeton Investments*
- Mokhtari F. (2009) “ Croissance Endogène dans une Economie En Développement et en Transition : Essai De Modelisation, Cas De L’algerie ”, thèse de doctorat en sciences économiques, sous la direction du : Pr. Belmokadem Mostefa, université de Tlemcen, Algérie.
- Montiel P., Reinhart C. (1999) “The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s”, Oxford University Press, <http://www.publicpolicy.umd.edu>.
- Montiel P.J. (1996) “Financial policies and Economic Growth: theory, evidence and Country-specific experience from Sub-Saharan Africa”, *Journal of African Economics*, Vol. 5(3), pp 65-98.
- MORISSET J. (1993) “Does Financial Liberalization Really Improve Private Investment in Developing Countries ?”, *Journal of Development Economics*, Vol. 40, pp. 133-149.
- Mougani G. (2012) “An Analysis of the Impact of Financial Integration on Economic Activity and Macroeconomic Volatility in Africa within the Financial Globalization Context”, *African Development Bank Group, Working Paper No. 144*.
- Mr Diemer. “ La Croissance Economique », cours en économie générale. Partie II, chapitre 4, IUFM Auvergne.
- Muhammad Shahbaz., Abu Wahid., Khalil Ahmad., Chaudhary. (2008) “Capital Account Openness and Economic Growth Nexus: the Case Study of Pakistan”, *East-West Journal of Economics And Business* , Vol. XI – 2008, No 1 & No 2.
- Ndikumana L. (2005) “Financial Development, Financial Structure, and Domestic Investment: International Evidence”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 24, n°4, p.651-673.
- Nguyen D. K. (2008) “ Libéralisation Financière Et Marchés Emergents”, L’Harmattan, paris.
- Nsouli S. M., Rached M., Funke N. (2002) “The Speed of Adjustment and the Sequencing of Economic Reforms: Issues and Guidelines for Policymakers”, *IMF Working Papers*, N°132.
- OCDE. (2008) “Définition de Référence des Investissements Directs Internationaux”, quatrième édition, 2008, paris.
- OCDE. (2011) “ Tirer le Meilleur Parti des Flux de Capitaux Internationaux ”, *Perspectives économiques de l’OCDE*, Volume 2011/1, chapitre 6.
- Odedokun M. O. (1996) “Alternative Econometric Approaches for Analysing the Role of the Financial Sector in Economic Growth: Time Series Evidence from LDCs”, *Journal of Development Economics*, Vol 50, N°1, pp. 119-146.
- Palat J. P. (2002) “ Monnaie, Système Financier Et Politique Monétaire ”, 6^{ème} Edition, Economica.
- Patrick H.T. (1986) “Financial Development and Economic Growth en under Developed Countries”. *Economic development and cultural change*, vol, 14, n° 2, pp 174-189.

- Pedroni P. (1995) “Panel Cointegration, Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests With An Application To The PPP Hypothesis”, *Working Paper in Economics No. 92-013, Indiana University*.
- Picciotto B. (2003) “ L’investissement Direct Vers Les Nouveaux Adhérents D’Europe Centrale et Orientale : Ce Que L’élargissement Pourrait Changer”, Etude de Recherche No.24, mai 2003, Groupement d’études et de recherches- notre Europe, <http://www.pedz.uni-mannheim.de>.
- Plessis A. (1994) “1694 : Londres invente la Banque Centrale”.
- Ponsot J. F. (2005) “Dollarisation et Banque centrale en Equateur”, Séminaire Institutions et Développement – Matisse, Paris – 22 avril 2005.
- Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J., Kose A. (2003) “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”, *International Monetary Fund (FMI)*.
- Quinn D. (2003) “ Capital Account Liberalization and Financial Globalization, 1890-1999 : A Synoptic View ”, *International journal of Finance and Economics*, Vol. 8, No. 3, pp. 189-204.
- Quinn D. (1997) “The Correlates of Change in International Financial Regulation”, *American Political Science Review*, Vol. 91, No. 3 (September 1997) , pp. 531-551.
- Rachidi H., Saidi H. (2008) “The Link Between Capital Account Liberalization and Economic Growth: A Dynamic Panel Approach”, *SSRN Working Paper No. 1229362*.
- Radha D. (2003) “ Workers Remittances : An Important and Stable Source of External Development Finance”, *Global Development Finance 2003, World Bank*, [http://web.worldbank.org/..](http://web.worldbank.org/)
- Rajan R., Subramanian A. (2005a) “What Undermines Aid’s Impact on Growth?” IFM Working Paper No. 05/126, *International Monetary Fund*.
- Rapport de la Banque Africaine de Développement (2010), “intégration du secteur financier dans trois régions d’Afrique: Comment l’intégration financière régionale peut soutenir la croissance, le développement et la réduction de la pauvreté”, la Banque Africaine de Développement, Tunis
- Rapport de la commission de l’union africaine (2011), “Etat de l’intégration en Afrique”, Commission de l’Union Africaine, juillet.
- Riabi W., Rebi M., Riehi A. (2007) “Intégration Financière Internationale”, Finance Internationale, Université de Tunis El Manar.
- Robert G. King., Ross Levine. (1993c) “Financial Intermediation and Economic Development”, In *Financial Intermediation in the Construction of Europe*, Editions: Colin Mayer and Xavier Vives, London: Center for economic policy research, 1993 (pp. 156-189).
- Robert G. King., Ross Levine. (1993a) “Finance and Growth: Schumpeter may be right”, Working Papers WPS 1083, Policy Research, Financial Policy and Systems, Country Economics Department, The World Bank, February 1993.
- Robert G. King., Ross Levine. (1993b) “Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and evidence”, *Journal of Monetary Economics*, vol 32, North-Holland 1993, (pp. 513-542).
- Robert J., Barro. (1997) “Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study”, *Harvard Institute for International Development, Development Discussion Paper No. 579*
- Robert Solow. (1956) “A Contribution to the Theory of Economic Growth ”, *Quarterly Journal of Economics* , pp. 65-94.
- Robinson J. (1979) “The Generalisation of the General Theory and Other Essays”, London, Mac Millan.

- Robinson J. (1952) “The Generalisation of the General Theory in the Rate of Interest and Other Essays”. Mc Millan, London, 1952, (pp, 67-142).
- Rodrik D., (1998) “ Who Needs Capital-Account Convertibility?” disponible sur internet <http://Ksghome.harvard.edu>.
- Rodrik D., Velasco A. (1999) “ Short-Term Capital Flows“, *NBER Working Paper No. 7364*, pp.2, 22.
- Rogoff K. (2004) “Globalisation and Global Disinflation” ,paper presented at the 2003 Federal Reserve Bank of Kansas City conference on Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy, Jackson Hole, Wyoming.
- Romer P. (1993) “Idea Gaps and Object Gaps in Economic Development”, *Journal of Monetary Economics* 32 (1993) 543-573. North-Holland.
- Romer P. (1986) “ Increasing Returns and long Run Growth ”, *Journal of political Economy*, Vol 94, Octobre, n° 5, pp 1002-1037
- Rose A.K. (2002) “A Reason Why Countries Pay their Debts: Renegotiation and International Trade”, *NBER Working Paper*, n°8853.
- Rousseau P.L., Wachtel P. (1998) “Financial Intermediation and Economic Performance : Historical Evidence from Five Industrialized Countries”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 30, N°4, pp. 657-678.
- Sajid Anwar., Lan phi Nguyen .(2010) “Foreign Direct Investment and Economic Growth in Vietnam”, *Asia Pacific Business Review*, Vol. 16, Nos. 1-2, January- April 2010, 183-202.
- Samouel B. (2009) “ Le Développement Financier pour les Pays du Sud de la Méditerranée à L’épreuve de la Mondialisation Financière ”, thèse de doctorat en sciences économiques, sous la direction Dominique PLIHON, l’université PARIS XIII.
- Schaub M. (2009) “Les Accords Commerciaux Préférentiels dans la Pratique : Les Défis Posés par leur mise En Œuvre”, *La Vie économique revue de politique économique*, No, 10-2009.
- Schularick M., Steger T. (2007) “Does Financial Integration Spur Economic Growth? New Evidence from the First Era of Financial Globalisation”, *CESifo Working Paper No. 1691*, University of Munich.
- Schumpeter J. (1911) “The Theory of Economic Development”, *Cambridge, MA: Harvard University Press*.
- Schumpeter. J (1942) “ Capitalisme, Socialisme et Démocratie ”, payot, édition française de 1951
- Shan J ., Qi J. (2006) “ Does Financial Development « lead » Economic Growth ? The case of China”, *Annals of economics and Finance*, Vol 1, n°2, pp 231-250.
- Shaw E. S. (1973) “ Financial Deepening in Economic Development ”, *Oxford University Press*, New York.
- Smith A. (1776) “Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations », *Gallimard* (édition 1976), Paris.
- Soto M. (2000) “ Capital Flows and Growth in Developing Countries : Recent Empirical Evidence“ *OECD Development Center, Working Paper No.160*.
- Statistiques de la dette extérieure (2003), “Guide pour les statisticiens et les utilisateurs “, Washington, Fonds Monétaire International, 2003.
- Steffen Kern. (2012) “GCC financial markets: Long-term prospects for finance in the Gulf region”, Deutsche Bank, DB Research, Germany.

- Stiglitz J. (2000) “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability”, *World Development*, Vol. 28, No. 6, pp. 1075-1086.
- Stiglitz J. E. (1994) “The Role of the State in Financial Markets”, Proceeding of the world Bank Annual Conference on Development Economics.
- Stiglitz J. E. (1994)., Jaramillo-Vallego J., Park Y. C. (1993) “ The Role of the state in Financial Markets “, World Bank Research Observer, Annual Conference on Development Economics Supplement.
- Stiglitz J.E., Weiss A. (1981) “Credit Rationing in Markets With Imperfect Information”, *American Economic Review*, Vol. 71(3), pp. 393-410.
- Stulz R. (2005) “the limits of Financial Globalization”, *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 4(August), pp. 1595-1637.
- Syssoyeva I. (2010) “L’intégration Financière et ces Effets sur les Performances Economiques. le cas des nouveaux pays membres de l’union europeenne”, thèse de doctorat d’état en sciences économiques à l’université de Nice Sophia Antipolis.
- Taylor L. (1983) “Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World”, Basic Books, New-York.
- The Cooperation Council for The Arab States of The Gulf: Secretariat General (2014), “GCC: A Statistical Glance”, volume 4, information Affairs Sector-Statistical Department, March 2014.
- The Cooperation Council for The Arab States of The Gulf: Secretariat General. (2014) “process and achievement”, Affairs information sector, Eighth Edition 2014.
- Thomas-Robert Malthus. (1798) “Essai sur le principe de population »
- Tiwari A., Mutascu M. (2010) “economic growth and FDI in ASIA: a panel data approach“, *MPRA Paper No. 28172, December*.
- Townsend R. (1979) “Optimal contracts and Competitive Markets with Costly State Verification”, *Journal of Economic Theory*, XXI, p. 265 – 293
- Trabelsi M. (2002) “ Finance and Growth : Empirical Evidence from Developing Countries, 1960-1990 ”, Université de Montréal, Cahiers du Centre de Recherche et Développement en Economie (CRDE), N°13.
- Tykhonenko A., Berthomieu C . (2009) “ Macroeconomic Implications of Remittances in MENA and Mediterranean countries “, *Topics in the Middle Eastern and North African Economies, Electronic Journal*, Vol. 11, Middle East Economic Association and Loyola University Chicago, September 2009, <http://www.luc.edu/orgs/meea>.
- Van Wijnbergen S. (1983) “Credit Policy, Inflation and Growth in a Financial Repressed Economy”, *Journal of Development Economics*, Vol 13(1), pp. 45-65.
- Vogel R., Buser S. (1976) “Inflation, Financial Reform, and Capital Formation in Latin America., in Money and Finance in Economic Growth and Development: Essay in Honor of E. S. Shaw, ed. par R.I. Mac-Kinnon”, New-York, Marcel Dekker, pp. 35-70.
- Wei S.-J., Wu Y. (2001) “Negative Alchemy? Corruption, Composition of Capital Flows, and Currency Crises”, NBER Working Paper No. 8187, pp. 21-22
- Wei S-J. (2000) “How Taxing is Corruption on International Investors?”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, No. 1 (February).
- Williamson J., Mahar M. (1998) “A survey of financial liberalization”, *Essay in International finance* n° 211, november.

- World Bank .(2006) “Trends, Determinants and Macroeconomic Effects of Remittances”, chapter 4 of Global Economic Prospects 2006, Economic Implications of remittances and Migration.
- World Bank. (2000) “The Benefits and Risks of Short-Term Borrowing “, *Global Development Finance, Vol.1, Chapter 4, pp.77-95*.
- Wurgler J. (2000) “Financial Markets and the Allocation of Capital”, *Journal of Financial Economics, vol. 58, n°1-2, p.187-214*
- Wyplosz C. (2004) “Financial Instability in Emerging Market Countries: Causes and Remedies”, paper presented at *the Forum on Debt and Development (FONDAD) Conference “Stability, growth and the search for a new development agenda: reconsidering the Washington Consensus ”*, Santiago, Chile.
- Xuan Vinh Vo. (2005) “International Financial Integration and Economic Growth- a panel Analysis”, *The Business Review, Cambridge*; Summer 2005; 3, 2; ABI/INFORM Global.
- Zaiter Lahimer M. (2011) “L’impact des Entrées de Capitaux Privés sur la Croissance Economiques dans les Pays en Développement ”, thèse de doctorat en sciences économiques, dirigée par Pr. Henri STERDYNIAK, l’université de paris dauphine.
- Zenasni soumia. (2013) “Les Effets de L’intégration Financière sur la Croissance des Economies du Maghreb dans un Contexte de Globalisation et de Crises”, thèse de doctorat en sciences économiques, sous la direction du Pr Benhabib. A, tlemcen.
- Zouhair EL Kadhi. (2007) “ Libéralisation du Compte de Capital et Politiques de Croissance dans les PED”, thèse de doctorat en sciences économiques, université de Nice-Sophia Antipolis, CEMAFI.
- Zvi Bodie ., Robert Merton. (2007) “Finance, 2^{ème} Edition ”Pearson Education 2007.

ANNEXES

Annexe 1 : Développement financier et croissance économique : une revue de littérature sur les principaux travaux

Etude	Echantillon	Résultats
Gold Smith (1969)	35 pays principalement industrialisés 1960-1963	La présence d'une relation positive entre le développement financier et la croissance.
N. Roubine, X. Sala-i-Martin (1992)	53 pays	L'économie ne bénéficie pas de l'ensemble des services financiers disponibles lorsque le fonctionnement du secteur financier est entravé par des distorsions comme la répression financière.
King et Levine (1993)	80 pays, 1960-1989	La présence d'une forte corrélation positive entre le développement financier, d'une part, et le taux de croissance du PIB réel par habitant, du stock de capital physique, de la productivité globale des facteurs et le taux d'investissement, d'autre part.
Atje et Jovanovic (1993)	40 pays, 1980-1988	Une influence positive du développement des marchés boursiers sur la croissance.
Harris (1997)	39 pays, 1980-1988	L'effet du développement du marché boursier sur la croissance est faible dans les pays les moins développés. En revanche, cet effet est significatif dans les pays développés.
Levine (1998)	42 pays, 1976-1993	Le développement du secteur bancaire influe positivement sur la croissance du PIB réel par habitant.
Rajan et Zingales (1998)	41 pays, 1980-1990	Le développement financier participe à la stimulation de la croissance économique en allégeant les contraintes de financement des entreprises.
Beck et al (2000)	77 pays, 1960-1995	Une corrélation significative et positive entre le développement de l'intermédiation financière et la croissance du PIB par habitant
Benhabib et Spiegel (2000)	92 pays, 1965-1985	Des variables spécifiques du développement financier sont associées à des composants spécifiques de la croissance économique. En effet, le ratio du crédit privé est corrélé positivement et significativement avec la croissance de la productivité et le ratio du crédit bancaire est corrélé positivement et significativement avec l'accumulation du capital physique et humain.
Trabelsi (2002)	69 pays, 1960-1990	La présence d'un lien positif et significatif entre le développement financier et la croissance économique.
Lopez et Spiegel (2002)	101 pays, 1965-1990	Le développement financier contribue positivement à la croissance économique à long terme. Ainsi, l'auteur

		conclue la présence d'une relation ambiguë à court terme
Beck et Levine (2004)	40 pays, 1976-1998	Une contribution positive du développement de l'intermédiation financière et de la liquidité des marchés boursiers à la croissance économique.
Ben Naceur et Ghazouani (2007)	11 pays de la région MENA entre 1979 et 2003	L'absence d'un lien significatif entre le développement du marché boursier et la croissance. L'association entre le développement bancaire et la croissance est négative après contrôle du niveau de développement du marché boursier.
Saci et al (2009)	30 pays en développement, 1988-2001	Impact nul ou significativement négatif du développement bancaire sur la croissance lorsque l'on contrôle le développement du marché boursier. Impact significativement positif du développement du marché boursier
Hassan et al (2010)	Des pays à revenu bas ou moyen, 1980-2007	Un lien positif entre le développement de l'intermédiation financière et la croissance à court terme.
Ang (2008)	Malaisie	Un système financier développé favorise la réalisation des taux élevés de croissance économique.
Baltagi (2009)	/	Le développement financier des banques, assuré par la libéralisation financière est un mécanisme important de la croissance à long terme dans les pays en voie de développement et développés.
Eggoh (2009)	71 pays, 1960-2004	La présence d'une relation positive entre le développement financier et la croissance économique à court et à long terme, et, les crises ont influé négativement sur la croissance économique et le développement financier.
Al-Malkami et Abdullah (2011)	13 pays de la région MENA	Un lien positif entre le développement de l'intermédiation financière et la croissance

Annexe 2 : Tableau récapitulatif sur le sens de causalité entre le développement financier et la croissance économique

Etude	Echantillon	Résultats
Fritz (1984)	Philippines, 1969-1981	Les résultats indiquent que le sens de causalité allait, pour les premières étapes du processus de développement, du développement financier à la croissance économique. Or, le sens de causalité se renverse pour les étapes du développement puisque la croissance économique entraîne le développement des services financiers.
Demetriades et Hussein (1996)	16 pays	La présence d'une forte causalité bidirectionnelle entre la finance et la croissance, et, une faible causalité qui va de la croissance vers la finance.
P. Demetriades et K. Luintel (1996)	L'Inde, 1961-1991	Les auteurs affirment la présence d'une causalité bidirectionnelle entre le développement financier et l'activité économique.
Neusser et Kugler (1998)	13 pays de l'OCDE, 1970-1991	La direction de la causalité à long terme va du développement financier vers la croissance et non l'inverse.
Rousseau et Wachtel (1998)	Cinq pays industrialisés	Les auteurs affirment que les variables du développement financier jouent un rôle important dans la promotion de l'activité du secteur réel, sans la présence d'effet de retour significatif (effets de feedback).
E.C. Wang (1999)	Taiwan, 1961-1999	L'effet du secteur financier sur le secteur réel est plus sensible que l'effet inverse, mais décroît à travers le temps, au profit de l'action du secteur réel.
Luintel et Khan (1999)	10 pays en développement avec 36-41 observations	Une relation à double sens entre le développement financier et la croissance pour les pays de l'échantillon.
Calderon et Lui (2003)	109 pays développés et en développement 1960-1994	La présence d'une causalité bidirectionnelle entre le développement de l'intermédiation financière et la croissance, les résultats suggèrent aussi que le développement financier contribuerait davantage à cette causalité dans les pays en développement que dans les pays développés.

Thangavelu et Ang (2004)	L'Australie, entre 1960-1999	La croissance cause le développement du secteur bancaire. En revanche, c'est le développement du marché boursier qui cause la croissance.
Christopoulos et Tsionas (2004)	10 pays en développement, 1990-2000	L'affirmation de l'hypothèse d'une causalité à long terme qui va du développement financier à la croissance économique, aussi, que, l'absence d'un lien à court terme entre les deux phénomènes.
Abu-Bader et Abu-Qarn (2006)	Cinq pays de la région MENA, 1960-2004	Le lien à long terme entre le développement financier et la croissance est soit bidirectionnelle, soit va de la croissance vers le développement du système financier.
Shan et Qi (2006)	La Chine, 1978-2001	La présence d'une causalité à double sens entre la finance et la croissance.
Acaravci et al (2007)	La Turquie, 1969-2005	L'existence d'une relation à long terme entre le développement financier et la croissance économique, ainsi qu'une causalité allant de la finance à la croissance.
Ang et McKibbin (2007)	Malaisie, 1960-2001	Un lien à long terme qui va de la croissance vers le développement du secteur bancaire et non le contraire.
Kar et al (2011)	15 pays de la région MENA, 1980-2007	La présence d'une variabilité du sens de la causalité entre la finance et la croissance en fonction de la mesure de développement financier utilisé, ainsi qu'entre les différents pays de l'échantillon étudié.
Gupta (1984)	14 pays en développement, 1961-1980	La présence d'une causalité qui va de la finance vers la croissance. Les auteurs apportent, dans certains cas, la présence de causalité inverse.
Jung (1986)	56 pays, 1950-1981	La présence d'une causalité qui va du développement financier vers la croissance dans les pays les moins développés, et, une causalité dans le sens inverse pour les pays développés.

Annexe 3 : Les différents indicateurs de l'intégration financière

Nom	Source	Définition	Estimation	Période	Pays
FMI	FMI AREAER, ligne E2	Indicateur reflétant l'existence ou non de règles de contrôles des flux de capitaux	0 pas de restrictions et 1 en cas de contrôle	1967-1995, après 1995 le format a été changé	117 pays (pour la période de 1976-1995) ; 173 pays (pour la période de 1986-1995)
Share	FMI AREAER, ligne E2	Indicateur utilisant les données/ méthodes du FMI et visant à déterminer la période durant laquelle le compte de capital est considéré comme libéralisé, 1966-1995	0 pas de restrictions et 1 en cas de contrôle	1967-1995, après 1995 le format a été changé	117 pays (pour la période de 1976-1995) ; 173 pays (pour la période de 1986-1995)
Quinn	Quinn 1997	Indicateur se basant sur les analyses descriptives de AREAER concernant les restrictions du compte de capital	Va de 0 à 4. Plus sa valeur est élevée, plus les restrictions sont faibles	1958, 1973, 1982 et 1988	63 pays dont 20 pays industrialisés et 43 pays en voie de développement.
Δ Quinn	Quinn (1997)	Changement dans l'indicateur de Quinn	Variations/écarts réelles de l'indicateur 1988-1982 ; de -1 à 2 1988-1973 ; de -2 à 2	Construit en utilisant les périodes ci-dessus	63 pays 20 pays industrialisés et 43 pays en développement
OCDE Share	Code de libéralisation des mouvements de capitaux	Proportion des onze types de transaction ne faisant pas l'objet de restrictions moyenne de l'année de référence	0 si restreint et 1 si non restreint	1986, 1988, 1990, 1993, 1995	21 pays membres de l'OCDE
MR	Montiel et Reinhart 1999	Mesure/Estimation de l'intensité des restrictions sur les mouvements de capitaux	0 non restreint ; 1 moyennement restreint ; 2 excessivement restreint	Annuel, 1990-1996	15 pays émergents
Levine/Zeros et Henry	Levine et Zeros (1998), Henry (2000a et 2000b)	Dates de libéralisation des marchés boursiers dans les pays émergents	Variables dummy prenant 0 et 1 selon l'année de libéralisation	Le plus ancien : mai 1986 ; le plus récent : décembre 1991	11 pays émergent

BHL	Bekaert, Harvey et Lundblad (2001)	Dates de libéralisations des marchés boursiers dans les pays émergents et les pays industrialisés.	Variables dummy prenant 0 et 1 selon l'année de libéralisation.	1980-1997	95 pays, dont 43 pays ayant expérience dans le domaine de libéralisation (25 pays émergeant et 18 pays membres de l'OCDE)
EW	Edison et Warnock (2001)	1 moins le ratio de l'indice IFC destiné à l'investissement sur l'indice des IFC globaux	Variables dummy prenant 0 et 1	1988 jusqu'à présent 2002	29 pays émergent
Capflows	Kraay 1998	Mesure basée sur les flux des capitaux courants (réels)	En % du PIB		Tous les pays publiant la BOP
Capstocks	Lane et Milesi-Ferretti 2002	Mesure basée sur le stock des flux de capitaux (bruts)	En % du PIB	1970-1998	70 pays, l'échantillon comprenant différents pays (industrialisés et en développement)
KAOPEN	Chinn et Ito 2002	Moyenne pondérée des indicateurs de FMI et celui de Quinn	Variables dynamique ; voir le texte		
L'indice de libéralisation financière (K&S)	Kaminsky et Schmukler (2003)	3 indices de libéralisation : l'indice de libéralisation du compte courant, l'indice de libéralisation du secteur bancaire ainsi que l'indice de libéralisation du marché financier	Variables dummy pour 3 indices : libéralisation complète -1 ; libéralisation partielle -2 ; absence de libéralisation -3	01 : 1973 – 06 : 1999	28 pays industrialisés et en développement.
L'indice de libéralisation financière	L. Vinhas de Souza 2004	3 indices de libéralisation : l'indice de libéralisation du compte courant, l'indice de libéralisation du secteur bancaire ainsi que l'indice de libéralisation du marché financier	Variables dummy pour 3 indices : libéralisation complète -1 ; libéralisation partielle -2 ; absence de libéralisation -3		Pays utilisés par K&S plus les 10 pays nouveaux membres de l'union Européen

Annexe 4 : Le récapitulatif des principaux travaux concernant l'effet de l'IDE sur la croissance économique

Auteurs	Echantillon	période	Résultats principaux
Bornschier, Chase-Dunn and Robinson (1978)	76 pays en développement	1960-1975	L'investissement direct étranger participe favorablement à la croissance économique en permettant d'améliorer la croissance de la productivité et celles des exportations.
Balasubramanyan, Salisu et Sapsford (1996)	46 pays en développement	1970-1985	L'IDE a un effet positif sur la croissance économique dans les pays qui ont des politiques orientées vers l'exportation plutôt que dans les pays avec des politiques commerciales orientées vers la substitution à l'importation.
Borensztein, De Gregorio et Lee (1998)	69 pays en développement	1970-1989	L'IDE est un outil important pour le transfert de technologie, il contribue relativement davantage à la croissance de l'investissement intérieur. Mais seulement dans les pays qui disposent d'un niveau du capital humain élevé et d'une capacité d'absorption des technologies suffisante.
De Mello (1999)	32 pays (OCDE et non-OCDE)	1970-1990	L'impact de l'IDE sur la croissance dépend du degré de complémentarité et de substitution entre l'IDE et l'investissement domestique.
Aitken et Harrison (1999)	Venezuela	1975-1989	L'IDE affecte négativement la performance économique.
Haveman, Lei et Netz (2001)	74 pays	1970-1989	L'IDE mène à une croissance plus forte.
Lensink et Morrissey (2001)	88 pays	1970-1998	L'IDE affecte positivement la croissance, mais cet effet est beaucoup plus faible dans les pays en voie de développement. La volatilité de l'IDE affecte négativement la croissance.
Hermes en Lensink (2003)	67 pays en développement	1970-1995	L'IDE affecte positivement la croissance si le système financier est suffisamment développé.
Choe (2003)	80 pays	1971-1995	La causalité de Granger démontre qu'il existe une relation de causalité entre l'IDE et la croissance économique. Cependant, les effets de la croissance sur l'IDE sont plus prononcés.
Alfaro, Chanda, Kalemli-Ozcan et Sayek (2004)	71 pays (20 pays de l'OCDE et 51 pays non-OCDE)	1975-1995	L'IDE affecte positivement la croissance économique dans les pays ayant des marchés financiers bien développés.

Carkvic et Levine	72 pays	1960-1995	Les entrées des IDE n'exercent pas une influence indépendante sur la croissance économique.
Blonigen et Wang (2005)	69 pays	1970-1989	L'IDE affecte positivement la croissance dans les pays moins développés ayant une population possédant un bon niveau d'éducation ; mais pas d'effet sur la croissance dans les pays développés.
Aykut et Sayek (2007)	55 pays développés et en développement	1990-2003	L'IDE réalise un effet positif sur la croissance dans le secteur manufacturier, tandis que les IDE dans les secteurs primaires ou ceux de service n'ont aucun effet significatif.
Sajid Anwar et Lan Phi Nguyen (2010)	61 provinces de Vietnam	1996-2005	L'impact de l'IDE sur la croissance économique au Vietnam est positif et il peut être plus considérable si des ressources supplémentaires sont investis dans l'éducation et la formation , le développement des marchés financiers et à réduire le fossé technologique entre les entreprises étrangères et locales.
Tiwari et Mutascu (2010)	23 pays en développement de l'Asie	1986-2008	L'IDE et les exportations améliorent le processus de croissance, le travail et le capital jouent également un rôle important dans la croissance des pays asiatiques.
Honcré Ahishakiye (2010)	Burundi	1980-2009	Les IDE influencent négativement mais de façon non significative sur le PIB par habitant, et la causalité entre les IDE et la croissance est unidirectionnelle, de la croissance vers les IDE.
Agramal et Khan (2011)	5 pays asiatiques	1993-2009	L'IDE favorise la croissance économique ; l'estimation prévoit, en outre, qu'un dollar d'IDE entraine une hausse de PIB d'environ 7 dollars de chacun des cinq pays.
Adeniyi et al (2012)	5 pays africains en développement	1970-2005	Le degré de sophistication financière est important pour bénéficier des avantages de l'IDE sur la croissance économique dans les économies étudiées.
A.A. Awe (2013)	Nigeria	1976-2006	Une corrélation négative entre la croissance économique et l'investissement direct étranger en raison des flux d'IDE insuffisantes dans l'économie nigériane.

Annexe 5 : Le récapitulatif des principaux travaux concernant l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique

Auteurs	Echantillon	Période	Mesures de l'intégration financière	Résultats
Feldstein et Horioka (1980)	16 pays de l'OCDE	1960-1974	Investissement et épargne domestiques	L'ouverture financière peut provoquer un problème de soutenabilité externe à cause des déséquilibres entre investissements et épargne, elle est, donc, néfaste pour l'économie.
Obstfeld (1986)	10 pays	1948-1984	Taux d'épargne et d'investissement	Le coefficient de la corrélation est souvent faible, ce qui met en doute l'interprétation de la corrélation épargne-investissement en tant que paramètres structurels reflétant le degré de l'intégration financière
Alesina, Grilli, Milesi-Ferretti (1993)	20 pays	1950-1989	Variable binaire (AREAER)	Aucun effet visible du contrôle des capitaux sur la croissance dans les pays de l'OCDE.
King et Levine (1993b)	80 pays	1960-1989	Indicateurs du développement financier	Le niveau du développement financier est un bon indicateur pour le taux de croissance économique à long terme.
Grilli, Milesi-Ferretti (1995)	61 pays	1966-1989	Share	Aucune évidence de la présence d'une forte corrélation entre les restrictions sur le compte de capital et la croissance.
Quinn (1997)	64 pays	1958-1989	Δ Quinn	Existence d'une relation positive entre la libéralisation du compte de capital et la croissance.
Kraay (1998)	117 pays	1985-1997	Share, Quinn, indicateur fondé sur les flux nets réels de capitaux	Le degré d'ouverture financière n'est pas significativement relié à la croissance économique.
Rodrik (1998)	100 pays	1975-1989	Share	L'auteur ne trouve pas de preuve tangible que les pays financièrement intégrés ont des taux de croissance élevés.
De Gregorio (1999)	Un large échantillon de pays développés et en développement	1960-1993	Divers indicateurs d'intégration financière et du développement financier.	L'existence d'un lien positive entre le degré d'intégration financière, le développement financier et la croissance économique.

Bosworth et Collins (1999)	61 pays	1978-1995	Mesure basée sur les flux/stocks de capitaux	Pas d'effet significatif des flux de capitaux internationaux sur la croissance.
Baillu (2000)	40 pays en développement	*****	Mesure du FMI (AREAER)	Les entrées de capitaux internationaux stimulent la croissance économique.
Klein et olivei (2000)	93 pays	1986-1995	Mesure du FMI (AREAER)	L'intégration financière affecte positivement la croissance dans les pays industrialisés, mais ce n'est pas le cas pour les pays en développement.
Arteta, Eichengreen et Wyplosz (2001)	61 pays	1973-1992	Quinn, Δ Quinn	L'évidence de la corrélation positive entre l'intégration financière et la croissance est faible ; toutefois, elle est plus forte dans le cas où l'intégration financière a été mise en place en même temps que l'ouverture commerciale.
Bekaert, Harvey et Lundblad (2001)	95 pays	1981-1997	Dates officielles de la libéralisation des marchés boursiers	La libéralisation financière produit une augmentation de 1% de la croissance annuelle du PIB par habitant sur une période de cinq ans.
Edwards (2001)	61 à 65 économies (émergentes et pays développés)	1980-1989	Share, Quinn, Δ Quinn	L'ouverture financière affecte positivement la croissance mais seulement dans le cas où un pays a atteint un certain degré de développement économique et financier.
Agénor (2001)	Les petits états	1980-1998	Mesures du FMI	L'intégration financière peut avoir des répercussions positives importantes pour la croissance économique.
Quinn, Inclan et Toyoda (2001)	76 pays	1960-1998	Quinn et Δ Quinn	La libéralisation du compte de capital a un impact positif significatif sur la croissance dans la plupart des pays.
Reisen et Soto (2001)	44 pays	1986-1997	Mesure basée sur les flux de capitaux	L'IDE et l'investissement de portefeuille ont un impact positif sur la croissance, mais le crédit bancaire contribue à la croissance seulement si le système bancaire domestique est bien développé.
Edison, Klein, Ricci et Slock (2002)	89 pays	1976-1995	Share, mesure basée sur les flux/stocks de capitaux	L'ouverture financière et la libéralisation des marchés boursiers ont une incidence importante sur la croissance dans les pays d'Asie de l'Est, mais ailleurs, ces effets sont moins tangibles, même dans les pays industrialisés.

Edison, Levine, Ricci et Slock (2002)	57 pays	1980-2000	Mesure du FMI ; mesure basée sur les flux/stocks de capitaux	L'intégration financière n'accélère pas la croissance économique.
Rousseau (2002)	4 pays développés	1850-1997	Mesures de la libéralisation externe	Le développement financier favorise l'investissement et la croissance économique via l'allocation du capital
Kose, Prasad et al (2003)	76 pays (21 pays industrialisés et 55 pays en développement)	1960-1999	Mesures du FMI	Le système financier développé réduit le degré de la volatilité macroéconomique.
Lane et Milesi-Ferretti (2003)	18 pays de l'OCDE	1978-2001	Mesures du FMI	L'ouverture financière et commerciale a un effet positif sur le degré d'intégration financière
Bonfiglioli et Mendicino (2004)	90 pays	1975-1999	Variable binaire (AREAER)	L'intégration financière a un effet positif sur la croissance mais principalement par l'intermédiaire des canaux indirects.
Xuan Vinh Vo (2005)	79 pays développés et en développement	1980-2003	Une grande sélection de mesures d'intégration financière	Les résultats indiquent un lien faible et fragile entre l'intégration financière internationale et la croissance économique.
Kose, Prasad et al (2006)	71 pays	1970-2004	Mesures de globalisation financière	La globalisation financière permet de stimuler la croissance économique et réduire les risques des crises.
Quinn and Toyoda (2006)	85 pays	1955-2004	Indice de Quinn	Les effets de la libéralisation du compte de capital ne sont pas significatifs.
Schularick et Steger (2007)	24 pays 54 pays (développés et en développement)	1880-1914 1980-2002	Les entrées de capitaux en pourcentage du PIB (IDE/PIB) et (IPI/PIB)	L'intégration financière favorise la croissance économique dans la période historique mais ce n'est pas le cas pour la période récente.
Muhammad Shakkabaz et al (2008)	Le Pakistan	1971-2006	ARDL (Autorégressive Distributed Lag) et le modèle de corrélation d'erreur ECM	L'ouverture du compte de capital favorise la croissance à long terme.

Honig (2008)	122 pays	1970-2005	Indicateur de FMI, Quinn, Chinn et Ito, les flux de capitaux en % du PIB et les entrées de capitaux en % du PIB	Un effet significatif de l'intégration financière sur la croissance économique.
Butkiewicz et Yanikkaya (2008)	114 pays	1970-1997	Variable binaire (AREAER)	L'intégration financière a un effet positif sur la croissance dans les pays développés, et pas d'effet dans les pays en développement.
Brezigar-masten et al (2010)	31 pays européens	1996-2004	/	Un effet positif et significatif de l'intégration financière et du développement financier sur la croissance économique
Chaker aloui et Hichem saidi (2010)	21 pays de l'OCDE et 39 pays non OCDE	1984-2003	Share	L'ouverture du compte de capital a un effet positif sur la croissance économique pour les pays de l'OCDE, et un effet négatif pour les pays non-OCDE.
Abdullahi D.Ahmed (2011)	25 pays d'Afrique subsaharienne	1976-2008	- Le stock global des actifs et passifs en % du PIB. -le stock de la dette en % du PIB. -le ratio d'entrées et de sorties de capitaux (IDE et IPI). -le ratio des entrées de capitaux (IDE et IPI) -mesure du FMI (AREAER).	Il semble y avoir aucun lien solide entre l'ouverture financière et la croissance économique dans cette région. Selon l'auteur, l'ouverture peut favoriser la croissance via des canaux indirects.
Mougani (2012)	Le cas des pays africains	1976-2009	Le ratio des flux nets de capitaux au PIB et le ratio des flux d'IDE au PIB.	L'impact des flux de capitaux sur la croissance semble dépendre principalement des conditions initiales et des politiques mises en œuvre.
Chen.J et Quang. T (2012)	23 pays industrialisés, 20 pays émergents, 37 pays en développement.	1984-2007	-les stocks totaux -le total du passif -IDE et passifs de portefeuille -les dettes.	Les pays qui sont en mesure de récolter les bénéfices de l'intégration financière internationale doivent satisfaire certaines conditions de seuil concernant le développement économique, institutionnel, financier et le taux d'inflation.
Christian Friedrich et al (2013)	24 pays avancés 12 pays émergents 19 pays en développement	1998-2005	/	Les industries ayant des besoins élevés de financements extérieur des pays émergents d'Europe ont bénéficié de manière disproportionnée de l'intégration financière, tandis qu'aucun effet n'est constaté pour les autres pays avancés ou en développement. Les auteurs concluent aussi que l'intégration politique et financière est complémentaire.

Annexe 6 : Définition et sources des variables

Variable	Définition	Source
Variable à expliquer		
Growth GDP, per capita GDP (US Dollars)	Cette variable mesure la croissance économique des pays du CCG, elle représente le produit intérieur brut par habitant	National Accounts Estimates of Main Aggregates
Variables explicatives (l'intégration financière)		
IF	Cette variable représente l'intégration financière, elle est mesurée par le stock des flux de capitaux accumulés (la somme des actifs (FA) et passifs (FL) des investissements directs étrangers et des flux de portefeuille) divisé par le PIB	Updated and extended version of Lane and Milesi-Ferretti (2011) database.
Variables de controle		
Indicateur de développement du secteur financier domestique		
Dcps (Domestic credit to private sector as % of GDP)	Crédits privés/PIB : ce ratio mesure les crédits octroyés par les banques et les autres intermédiaires financiers au secteur privé en pourcentage du PIB. Il reflète le niveau du développement financier du pays.	world development indicators (2012)
Indicateur d'ouverture		
Open (Trade % GDP)	Cette variable correspond à la somme des exportations et des importations de biens et de services en pourcentage du PIB. Elle reflète le degré d'ouverture commerciale d'un pays.	Statistical, Economic and Social Research and Training centre for Islamic countries (SESRIC)
Indicateur de l'efficacité des politiques macroéconomiques domestiques		
INF (Inflation)	Cette variable représente le taux d'inflation, elle est mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC)	International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2013
La mesure du niveau de développement institutionnel		
Corr (Corruption)	Cet indice mesure le niveau de la corruption dans un pays.	Open data for Africa Index of economic freedom, 2011

Annexe 7 : les résultats du test de Cointégration

Pedroni Residual Cointegration Test
 Series: GROWTH IFI CORR
 Date: 11/24/14 Time: 14:28
 Sample: 1981 2011
 Included observations: 186
 Cross-sections included: 6
 Null Hypothesis: No cointegration
 Trend assumption: No deterministic trend
 Lag selection: fixed at 1
 Newey-West bandwidth selection with Bartlett kernel

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	1.431746	0.0761	-0.253563	0.6001
Panel rho-Statistic	0.917279	0.8205	0.907018	0.8178
Panel PP-Statistic	1.959252	0.9750	1.033341	0.8493
Panel ADF-Statistic	1.928428	0.9731	0.654661	0.7437

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	2.041044	0.9794
Group PP-Statistic	2.174205	0.9852
Group ADF-Statistic	1.897488	0.9711

Cross section specific results

Phillips-Peron results (non-parametric)

Cross ID	AR(1)	Variance	HAC	Bandwidth	Obs
1	0.682	2.22E+18	1.96E+18	2.00	30
2	0.575	3.66E+19	2.97E+19	6.00	30
3	0.825	8.87E+18	7.41E+18	2.00	30
4	1.082	8.44E+19	1.50E+20	3.00	30
5	0.905	6.11E+20	8.41E+20	3.00	30
6	0.767	3.25E+20	2.93E+20	4.00	30

Augmented Dickey-Fuller results (parametric)

Cross ID	AR(1)	Variance	Lag	Max lag	Obs
1	0.732	2.22E+18	1	--	29
2	0.410	3.23E+19	1	--	29
3	0.830	9.04E+18	1	--	29
4	0.895	7.14E+19	1	--	29
5	0.848	6.17E+20	1	--	29
6	0.725	3.24E+20	1	--	29

Annexe 8 : Les résultats du test de Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: POOL01

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	1416.313390	5	0.0000

** WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
IF?	465253555.7 01388	2568878442.1 24048	11871736463 5586470	0.0000
OPEN?	3162624135 7.896775	41906664543. 609309	10333805124 8996230000	0.0000
DCPS?	416435056.4 51854	1164711485.0 55227	14055020407 956338	0.0000
INF?	409056777.6 66305	284465930.71 4597	98157812065 163195	0.0269
CORR?	2663050883. 312895	3295490937.7 09094	27286888766 031736	0.0001

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: GROWTH?

Method: Panel Least Squares

Date: 11/24/14 Time: 15:08

Sample: 1981 2011

Included observations: 31

Cross-sections included: 6

Total pool (balanced) observations: 186

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.22E+11	2.54E+10	8.725933	0.0000
IF?	4.65E+08	4.75E+08	0.979429	0.3287
OPEN?	3.16E+10	1.19E+10	2.651135	0.0088
DCPS?	4.16E+08	1.72E+08	2.426825	0.0162
INF?	-4.09E+08	6.56E+08	-0.623168	0.5340
CORR?	-2.66E+09	2.26E+08	-11.76655	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.926782	Mean dependent var	8.48E+10
Adjusted R-squared	0.922598	S.D. dependent var	9.63E+10
S.E. of regression	2.68E+10	Akaike info criterion	50.91763
Sum squared resid	1.26E+23	Schwarz criterion	51.10840
Log likelihood	-4724.340	Hannan-Quinn criter.	50.99494
F-statistic	221.5115	Durbin-Watson stat	0.302698
Prob(F-statistic)	0.000000		

Annexe 9 : Les résultats du modèle MCO

Dependent Variable: GROWTH?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 11/24/14 Time: 15:00
 Sample: 1981 2011
 Included observations: 31
 Cross-sections included: 6
 Total pool (balanced) observations: 186

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.20E+11	4.22E+10	9.945623	0.0000
IF?	-2.57E+09	9.72E+08	-2.642095	0.0090
OPEN?	-4.19E+10	1.86E+10	-2.257732	0.0252
DCPS?	-1.16E+09	3.69E+08	-3.157563	0.0019
INF?	2.84E+08	1.72E+09	0.165862	0.8685
CORR?	-3.30E+09	4.60E+08	-7.164011	0.0000
R-squared	0.334210	Mean dependent var		8.48E+10
Adjusted R-squared	0.315716	S.D. dependent var		9.63E+10
S.E. of regression	7.96E+10	Akaike info criterion		53.07140
Sum squared resid	1.14E+24	Schwarz criterion		53.17545
Log likelihood	-4929.640	Hannan-Quinn criter.		53.11356
F-statistic	18.07114	Durbin-Watson stat		0.053414
Prob(F-statistic)	0.000000			

Annexe 10 : Les résultats d'estimation avec effet fixe

Dependent Variable: GROWTH?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 11/24/14 Time: 15:02
 Sample: 1981 2011
 Included observations: 31
 Cross-sections included: 6
 Total pool (balanced) observations: 186

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.22E+11	2.54E+10	8.725933	0.0000
IF?	4.65E+08	4.75E+08	0.979429	0.0387
OPEN?	3.16E+10	1.19E+10	2.651135	0.0088
DCPS?	4.16E+08	1.72E+08	2.426825	0.0162
INF?	-4.09E+08	6.56E+08	-0.623168	0.5340
CORR?	-2.66E+09	2.26E+08	-11.76655	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
_BAH--C	-1.13E+11			
_KWT--C	-4.80E+10			
_OMN--C	-5.82E+10			
_QAT--C	-1.75E+10			
_SA--C	1.68E+11			
_UAE--C	6.88E+10			
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.926782	Mean dependent var	8.48E+10	
Adjusted R-squared	0.922598	S.D. dependent var	9.63E+10	
S.E. of regression	2.68E+10	Akaike info criterion	50.91763	
Sum squared resid	1.26E+23	Schwarz criterion	51.10840	
Log likelihood	-4724.340	Hannan-Quinn criter.	50.99494	
F-statistic	221.5115	Durbin-Watson stat	0.302698	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Annexe 11 : Les résultats d'estimation avec effet aléatoire

Dependent Variable: GROWTH?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 11/24/14 Time: 15:06
 Sample: 1981 2011
 Included observations: 31
 Cross-sections included: 6
 Total pool (balanced) observations: 186
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.20E+11	1.42E+10	29.57152	0.0000
IF?	-2.57E+09	3.27E+08	-7.855793	0.0000
OPEN?	-4.19E+10	6.24E+09	-6.712958	0.0000
DCPS?	-1.16E+09	1.24E+08	-9.388444	0.0000
INF?	2.84E+08	5.77E+08	0.493162	0.6225
CORR?	-3.30E+09	1.55E+08	-21.30089	0.0000
Random Effects (Cross)				
_BAH--C	0.000000			
_KWT--C	0.000000			
_OMN--C	0.000000			
_QAT--C	0.000000			
_SA--C	0.000000			
_UAE--C	0.000000			
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.000000	0.0000
Idiosyncratic random			2.68E+10	1.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.334210	Mean dependent var		8.48E+10
Adjusted R-squared	0.315716	S.D. dependent var		9.63E+10
S.E. of regression	7.96E+10	Sum squared resid		1.14E+24
F-statistic	18.07114	Durbin-Watson stat		0.053414
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.334210	Mean dependent var		8.48E+10
Sum squared resid	1.14E+24	Durbin-Watson stat		0.053414

TABLES DES MATIERES

Tables des matières

Sommaire	I
Liste des tableaux.....	II
Liste des figures.....	III
Liste des annexes.....	IV
Liste des abréviations et acronymes.....	X
 Introduction générale.....	 1
Chapitre I. Cadre théorique et conceptuel de la relation: intégration financière et croissance économique	
Introduction du chapitre.....	8
Section 1. La finance : croissance et développement.....	9
I. Identification de la relation entre le système financier et la croissance économique.....	9
1. La structure du système financier	9
1.1. Définition du système financier	9
1.2. Les structures des systèmes financiers.....	11
1.2.1. Un système financier basé sur l'autofinancement	11
1.2.2. Un système financier basé sur les banques.....	12
1.2.3. Un système financier basé sur le marché.....	13
1.2.4. Un système financier basé sur l'état	14
2. Aperçu général sur la croissance économique.....	15
2.1. Le concept de la croissance économique.....	15
2.2. Les différentes théories de la croissance économique.....	16
2.2.1. L'école classique	17
2.2.2. Schumpeter (1911) : l'innovation à l'origine de la croissance et le rôle de l'entrepreneur.....	18
2.2.3. Les modèles de croissance post-Keynésiens : Harrod et Domar.....	18
2.2.4. Les modèles néoclassiques : l'approche de Solow.....	19
2.2.5. Les nouvelles théories de la croissance : la croissance endogène.....	20
3. Développement financier et croissance économique	22
3.1. Développement financier et croissance économique : une approche théorique	24
3.2. Développement financier et croissance économique : revue de littérature empirique.....	28

3.2.1. Les études ayant trouvé un effet positif entre le développement financier et la croissance économique.....	28
3.2.2. Le sens de causalité entre la finance et la croissance : un débat controversé.....	31
II. Le système financier : de la répression à la libéralisation financière	35
1. Le concept de la répression financière	35
2. Les fondements théoriques de la politique de libéralisation financière.....	38
2.1. Le concept de la libéralisation financière.....	38
2.1.1. Définition de la libéralisation financière.....	38
2.1.2. Les différents types de la libéralisation financière.....	40
2.1.2.1. La libéralisation financière interne	40
2.1.2.2. La libéralisation financière externe	41
2.2. L'approche théorique de McKinnon (1973) et Shaw (1973) et ses prolongements	44
2.2.1. La théorie de la libéralisation financière de McKinnon (1973) et Shaw (1973)	44
2.2.2. Le prolongement de l'approche de McKinnon et Shaw.....	45
2.3. Les critiques de la théorie de la libéralisation financière.....	48
2.3.1. Les risques encourus par une hausse des taux d'intérêt	48
2.3.2. Le rôle des réserves obligatoires et la nécessité de l'intervention de l'état	49
2.3.3. Imperfections des marchés.....	50
2.3.4. Les critiques d'inspiration keynésienne	50
2.3.5. Les néo-structuralistes et le rôle du secteur financier informel.....	51
2.4. Les conditions de réussite d'une politique de libéralisation financière	52
Section 2. L'intégration financière : une approche théorique.....	53
1. L'évolution de l'intégration financière internationale : un peu d'histoire.....	53
1.1. La première période de l'intégration financière : de 1690 à 1789.....	54
1.2. L'ère de l'étalon-or classique : l'âge du laisser-faire monétaire et financier.....	56
1.3. La période de désintégration 1914-1958	57
1.4. De 1970 à aujourd'hui : du flottement à l'unification monétaire et financière.....	58
2. Le concept théorique de l'intégration financière	59
2.1. Définition de l'intégration financière	59
2.2. Les étapes du processus d'intégration financière	63
2.3. Les conditions principales d'une intégration financière réussie	65
2.4. L'intégration financière dans le contexte actuel	66

Section 3. Intégration financière et croissance économique : avantages et coûts.....	70
I. Les avantages théoriques potentiels de l'intégration financière et ses effets sur la croissance économique	71
1. Intégration financière et croissance économique : les canaux de transmission.....	71
1.1. Les canaux directs	72
1.1.1. La hausse de l'investissement domestique.....	72
1.1.2. La réduction du coût du capital par une meilleure allocation mondiale du risque....	72
1.1.3. Les transferts de savoir-faire technologique et des méthodes de gestion	73
1.1.4. La stimulation du développement du secteur financier intérieur.....	73
1.2. Les canaux indirects.....	73
1.2.1. La promotion de la spécialisation	73
1.2.2. L'incitation à de meilleures politiques économiques	74
1.2.3. L'encouragement des entrées de capitaux.....	74
2. Un nouveau cadre d'analyse : les avantages collatéraux de l'intégration financière et leurs impact sur la croissance	74
2.1. Les avantages collatéraux potentiels de l'intégration financière	77
2.1.1. Le développement du marché financier domestique	77
2.1.2. Le développement institutionnel et la meilleure gouvernance	77
2.1.3. La discipline macroéconomique	78
2.2. Les effets de seuil entre l'intégration financière et la croissance	79
2.2.1. Le développement du secteur financier	81
2.2.2. La qualité des institutions.....	82
2.2.3. La qualité des politiques nationales	83
2.2.4. L'intégration commerciale	83
II. Les risques liés à l'intégration financière.....	86
1. L'intégration financière et les crises financières	86
2. Les constatations empiriques sur le lien entre l'intégration financière et l'apparition des crises.....	89
Conclusion.....	93

Chapitre II. Evidences macroéconomiques concernant l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique

Introduction du chapitre	95
Section 1. Les différentes mesures de l'intégration financière	96
1. Les mesures réglementaires ou institutionnelles : les mesure « <i>de jure</i> ».....	96
1.1. Indice des restrictions du FMI	96

1.2.L'indicateur de pourcentage (Share).....	97
1.3.L'indicateur d'intensité de Quinn.....	97
1.4.Le code de la libéralisation des mouvements de capitaux de l'OCDE	100
1.5.L'indicateur d'intensité de Montiel-Reinhart	100
1.6.L'indicateur de Chinn et Ito	101
2.Les mesures quantitatives « De facto » de l'intégration financière.....	103
Section2. La diversité des types de capitaux matérialisant l'intégration et leurs impacts sur la croissance économique	107
1.Les investissements directs étrangers (IDE)	108
1.1.Les effets positifs des IDE sur la croissance économique.....	109
1.1.1.L'amélioration de la productivité.....	110
1.1.2.Les transferts de technologie	111
1.1.3.La création d'un environnement concurrentiel.....	111
1.1.4.L'amélioration du capital humain	112
1.1.5.La réduction des contraintes de financement des entreprises locales.....	113
1.1.6.L'atténuation des effets négatifs des crises financières.....	113
1.2.Les travaux empiriques sur les IDE	114
2.Les effets des flux de dette	119
2.1.Les flux de dette à court terme.....	121
2.2.Les flux de dette à long terme	122
3.Les investissements de portefeuille	123
4.Les transferts de fonds	125
4.1.Les effets positifs des envois de fonds	126
4.1.1. La réduction de la pauvreté.....	126
4.1.2.L'effet du financement des investissements domestiques sur la croissance	126
4.2.Les effets négatifs des envois de fonds	127
4.2.1.Une appréciation réelle de la monnaie nationale	127
4.2.2.Une dépendance par rapport aux envois de fonds.....	127
Section 3. Les constatations empiriques des effets de l'intégration financière sur la croissance économique.....	128
1.Les études démontrant un lien positif entre l'intégration financière et la croissance économique	128
2.Les études mettant en doute les effets positifs de l'intégration financière sur la croissance économique.....	135
Conclusion.....	140

Chapitre III. Intégration financière, croissance économique : une investigation empirique sur les pays du CCG (1981-2011)

Introduction du chapitre	142
Section1. Aperçu sur le profit général des pays du CCG.....	143
1.Description de la région des pays du CCG	143
2.Le conseil de coopération du Golfe.....	145
3.La structure économique: les principaux caractéristiques des économies du CCG.....	151
4.Le commerce intra-régional dans les pays du CCG.....	160
5.Le processus de l'intégration financière dans les pays du CCG.....	163
5.1.Les caractéristiques des systèmes financiers des pays du CCG	163
5.2.Les effets de l'intégration financière dans les pays du CCG.....	166
6.Les effets de la crise financière sur les économies des pays du CCG	167
Section 2. Présentation de l'étude économétrique sur l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique dans les pays CCG	171
1.Description des données de l'étude	171
2.La spécification du modèle économétrique.....	172
3.La Méthodologie de la recherche	175
3.1.Le test d'homogénéité du processus générateur de données (tests de spécification)	176
3.2.Les tests de racine unitaire sur données de panel.....	181
3.3.Tests de cointégration en panel.....	187
3.4.Modélisation en présence des effets individuels : test de Hausman (1978).....	189
3.5.Le modèle des moindres carrés ordinaires (MCO).....	191
3.6.Le modèle à effets fixes	192
3.7.Le modèle à effets aléatoires.....	193
Section 3. Présentation et interprétation des résultats de l'estimation	194
1.L'analyse graphique et l'analyse préliminaire des corrélations et des statistiques Descriptives	194
2.Résultats des tests et estimations	197
2.1.Le test d'homogénéité du processus générateur de données	197
2.3.Les résultats des tests de racine unitaire sur données de panel	201
2.4.Les résultats des tests de cointégration de Pedroni.....	202
2.4.Les résultats du test de Hausman.....	202
2.5.Les résultats d'estimation de la relation entre l'intégration financière et la croissance économique : le modèle à effet fixe.....	203
Conclusion	208
Conclusion générale.....	209
Bibliographie générale.....	214
Annexes	228

Résumé :

L'impact de l'intégration financière sur la croissance économique fait l'objet d'un débat très intense. D'un côté, certains travaux affirment que l'intégration financière affecte positivement la croissance économique. D'autres études par contre ne supportent pas l'hypothèse que l'ouverture financière admet un effet significatif sur la croissance. Nous essayons à travers cette étude d'analyser, théoriquement et empiriquement, la nature du lien entre l'intégration financière et la croissance économique pour les six pays du CCG à savoir : Bahreïn, Koweït, Qatar, Oman, l'Arabie saoudite et l'Émirats arabes unis. En utilisant l'analyse des données de panel au cours de la période 1981-2011, les résultats de notre travail indiquent qu'en présence de certains facteurs économiques, financières et institutionnelles, le processus d'intégration financière joue un rôle positif dans la stimulation de la croissance économique des pays du CCG.

Mots clés : intégration financière, croissance économique, les pays du CCG, l'économétrie des données de panel.

Abstract:

The impact of financial integration on economic growth is the subject of an intense debate. While some works argue that financial integration positively affects economic growth, other studies, however, do not support the hypothesis that financial openness admits a significant effect on growth. We aim through this study to analyze theoretically and empirically the nature of the relationship between financial integration and economic growth for the six countries of the GCC namely Bahrain, Kuwait, Qatar, Oman, Saudi Arabia and UAE. Using a panel data analysis over the period 1981-2011, our results indicate that in the presence of certain economic, financial and institutional factors the process of financial integration plays a positive role in stimulating economic growth in the GCC countries.

Key words: Financial integration, Economic Growth, GCC countries, Econometrics of panel data.

المخلص:

نال موضوع التكامل المالي و تأثيره على النمو الاقتصادي اهتمام العديد من الباحثين الاقتصاديين حيث تؤكد بعض الدراسات أن التكامل المالي يؤثر إيجاباً على النمو الاقتصادي في حين هناك دراسات أخرى لا تدعم الفرضية القائلة أن الانفتاح المالي له تأثير فعال على النمو الاقتصادي. تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التحليل نظرياً و تجربياً لطبيعة العلاقة القائمة بين التكامل المالي والنمو الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليجي الست وهي: البحرين، الكويت، قطر، سلطنة عمان، المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة. باستخدام بيانات السلاسل الزمنية القطاعية (Panel Data) للفترة الممتدة ما بين 1981 و 2011، تشير نتائج الدراسة أن عملية التكامل المالي تلعب دوراً إيجابياً في تحفيز النمو الاقتصادي في دول مجلس التعاون الخليجي في ظل توافر بعض العوامل الاقتصادية والمالية والؤسسية.

الكلمات المفتاحية : التكامل المالي، النمو الاقتصادي، دول مجلس التعاون الخليجي، بيانات السلاسل الزمنية القطاعية.