



Université d'Oran 2  
Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de  
Gestion

**THESE**

Pour l'obtention du diplôme de Doctorat en Sciences  
En Sciences Economiques

DEVELOPPEMENT FINANCIER, INTEGRATION  
FINANCIERE ET CROISSANCE ECONOMIQUE DANS LES  
PAYS EN VOIE DE DEVELOPPEMENT

Présentée et soutenue publiquement par :  
M<sup>elle</sup>. BENAOUA Imen

Devant le jury composé de :

M <sup>r</sup> . Habib BENBAYER	Professeur	Université d'Oran 2	Président
M <sup>r</sup> . Rafik BOUKLIA-HASSANE	Professeur	Université d'Oran 2	Rapporteur
M <sup>r</sup> . Benabbou SENOUCI	Professeur	ESE d'Oran	Examinateur
Mme. Nadia CHETTAB	Professeur	Université Badji Mokhtar	Examinateur
M <sup>r</sup> . Bouziane BENTABET	MCA	Université de Mascara	Examinateur
M <sup>r</sup> . Abdelhamid FEKIH	MCA	Université d'Oran 2	Examinateur

Année 2018 / 2019



## **DEDICACES**

*A toute ma famille, à tous mes amis, et à tous ceux qui me sont chers,  
je dédie cette thèse.*

## REMERCIEMENTS

Une thèse est loin d'être un travail solitaire. Je souhaite ici rendre hommage et exprimer ma gratitude la plus sincère et la plus ardente à tous ceux qui, de près ou de loin, ont contribué à sa réalisation et à son aboutissement.

En premier lieu, je tiens à remercier vivement et à exprimer ma profonde gratitude à monsieur Rafik Boukha-Hassane, mon directeur de thèse pour la confiance qu'il m'a accordée en acceptant de diriger ce travail de recherche, pour la gentillesse et la patience dont il a fait preuve à mon égard durant tout ce parcours. Ses encouragements, ses remarques toujours pertinentes et ses conseils précieux et avisés ont été déterminants dans l'accomplissement de cette thèse. Sa rigueur scientifique et sa grande force de travail ont été des éléments moteurs pour moi.

J'adresse également mes sincères remerciements aux membres du jury pour m'avoir fait l'honneur de participer à ce jury de thèse. Je remercie madame Nadia Chettab, monsieur Habib Benbayer, monsieur Senouci Benabbou, monsieur Bouziane Bentabet ainsi que monsieur Abdelehamid Fekih pour l'intérêt qu'ils manifestent ainsi pour ma recherche. Leurs remarques, leurs critiques et leurs suggestions permettront certainement d'améliorer cette thèse.

Je désire également remercier vivement mon ami M'hamed Ziad pour l'aide scientifique précieuse qu'il m'a apportée durant toutes ces années. Ses conseils, son attention et ses encouragements ont été déterminants tant du point de vue moral qu'intellectuel. Je lui exprime toute ma reconnaissance.

J'aimerais grandement remercier mon ami Hamza Fekir pour son soutien inconditionnel, sa disponibilité de tous les instants et ses encouragements, qui m'auront permis de progresser dans ma réflexion scientifique et de faire aboutir ce travail de recherche.

J'adresse de chaleureux remerciements à mon amie Amel Mebarki pour toute l'aide précieuse qu'elle m'a apportée, pour son soutien sans faille et ses encouragements. Ses remarques pertinentes et suggestions ont contribué à affiner cette thèse.

Un merci particulier à Rajaa qui a pris beaucoup de son temps pour m'initier à l'analyse en composantes principales. Son aide m'a permis d'entamer avec beaucoup d'enthousiasme le cas pratique.

J'adresse également mes sincères remerciements à madame Najat Zatla, monsieur Bouchama Chouam et monsieur Mohamed Benaouda Kefif pour l'intérêt qu'ils ont porté à mon travail de recherche, leurs encouragements et leurs conseils très utiles qui m'ont guidé tout au long de la réalisation de cette thèse.

Une pensée pour terminer ces remerciements à monsieur Belkheir Maamar qui, ravi à la vie, n'a pas pu, malheureusement, assister à l'aboutissement de mon travail. Qu'il trouve ici, de là haut, la marque de ma plus sincère reconnaissance.

Merci à tous

## **RESUME**

Le développement financier est-il un enjeu essentiel pour la croissance et le développement économique? Malgré plus d'un siècle d'intenses débats et une vaste littérature sur la relation entre le développement financier et la croissance, aucune issue définitive à cette problématique n'a reçu un consensus avéré. Dans ce contexte, l'objet de cette thèse est de savoir comment les pays en développement peuvent mobiliser les capacités de leurs appareils financiers pour stimuler la croissance économique particulièrement dans un environnement financier globalisé qui nourrit la fragilité financière. Pour cela, après une présentation des débats autour de cette problématique, nous avons procédé à une étude empirique sur la relation entre développement financier, ouverture financière et croissance économique à l'aide d'un échantillon structuré en panel de 76 pays en développement (PVD) durant la période 1980-2014. Cette étude nous a amenés à porter une attention particulière à la nature des institutions et du cadre légal et institutionnel accompagnant le développement financier. Les tests économétriques réalisés ont mis en évidence un certain nombre de résultats importants et opérationnels en termes de politiques économiques et financières à mener. Ainsi, une éventuelle ouverture financière n'est favorable au développement financier des PVD qu'au-delà d'un certain seuil de développement institutionnel -formel ou informel- que nous avons tenté de quantifier. Par ailleurs, le développement financier n'exerce un effet favorable sur la croissance économique qu'au-delà d'un certain seuil de qualité des institutions que nous avons également tenté d'estimer. Enfin, dans un contexte de mondialisation financière génératrice d'instabilité, la régulation et la supervision bancaires améliorent la contribution de la finance aux performances économiques des PVD.

**Mots clefs :** Développement financier, ouverture financière, développement institutionnel, gradualisme, régulation financière, croissance économique, effets de seuils institutionnels.

## **ABSTRACT**

Is financial development a critical issue for growth and economic development? Despite more than one century of intense debate and extensive literature on the relationship between financial development and growth, no definitive outcome to this issue has received a consensus. In this context, the purpose of this thesis is to know how developing countries can mobilize the capabilities of their financial system to stimulate economic growth, particularly in a globalized financial environment that feeds financial fragility. For that, after presenting the debates on this issue, we conducted an empirical study on the relationship between financial development, financial openness and economic growth using a panel-based sample of 76 developing countries during the period 1980-2014. This has led us to pay particular attention to the nature of institutions and the legal and institutional framework accompanying financial development. The econometric tests carried out highlight a number of important and operational results in terms of economic and financial policies to be carried out. First, a possible financial opening is favourable to the financial development of the developing countries only beyond a certain threshold of institutional development - formal or informal - that we tried to quantify. On the other hand, financial development has a positive effect on economic growth only beyond a certain quality threshold of the institutions that we have also tried to estimate. Finally, in a context of financial globalization generating instability, banking regulation and supervision improve the contribution of finance to the economic performance of the developing countries.

**Key words:** Financial development, financial openness, institutional development, financial gradualism, financial regulation, economic growth, effects of institutional thresholds

## المخلص

هل تعتبر التنمية المالية وتد أساسي للنمو و التنمية الاقتصادية؟ على الرغم من الجدل القائم منذ زمن حول العلاقة بين التنمية المالية و النمو، و رغم مختلف الأدبيات الشافعة في هذا المجال، إلا أنه لم يتم التوصل إلى توضيح هذه العلاقة بدقة. في هذا السياق، نهدف من خلال هذه الأطروحة إلى البحث في كيفية إمكان الدول النامية القيام بتعبئة قدرات نظامها المالي لتحفيز النمو الاقتصادي في بيئة مالية معولمة تغذي الهشاشة المالية. وعليه، و بعد عرض الأدبيات النظرية الملمة بهذه الإشكالية، قمنا بدراسة قياسية حول العلاقة بين كل من التنمية المالية، الانفتاح المالي و النمو الاقتصادي، بإستخدام نموذج البائل على عينة متكونة من 76 دولة نامية خلال الفترة الممتدة من 1980-2014. لقد دفعتنا هذه الدراسة إلى إيلاء إهتمام خاص بطبيعة المؤسسات و الاطار القانوني و المؤسساتي المصاحب للتنمية المالية. ولقد توصلنا من خلال الاختبارات القياسية إلى مجموعة من النتائج المهمة فيما يخص السياسات الاقتصادية و المالية الواجب تنفيذها. و توصلنا أيضا، أن الانفتاح المالي لا يدعم التنمية المالية في البلدان النامية إلا بعد تجاوز عتبة معينة من التطور المؤسساتي الرسمي أو غير الرسمي، و هو الأمر الذي حاولنا تقديره قياسيا. من ناحية أخرى، فإن التنمية المالية ليس لها تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي إلا بعد تجاوز عتبة معينة لجودة المؤسسات، و هو ما حاولنا أيضا تقديره قياسيا. و أخيرا، و في سياق العولمة التي تمخض عنها عدم الاستقرار، فإن الرقابة و الإشراف البنكي يؤديان إلى تحسين الصيرفة في الاداء الاقتصادي للبلدان النامية.

**الكلمات المفتاحية:** التنمية المالية، الانفتاح المالي، التطوير المؤسساتي، التدرج، التنظيم المالي،

النمو الاقتصادي، العتبات الاقتصادية.



# TABLE DES MATIERES

<b>INTRODUCTION GENERALE</b>	<b>1</b>
<b>CHAPITRE I: LE ROLE DU SECTEUR FINANCIER DANS LE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE</b>	<b>8</b>
<b>1. DEFINITION ET MESURES DU DEVELOPPEMENT FINANCIER</b>	<b>11</b>
1.1. DEFINITION DU DEVELOPPEMENT FINANCIER	11
1.2. LES INDICATEURS DU NIVEAU DE DEVELOPPEMENT FINANCIER	13
1.2.1. Les indicateurs de taille et de l'efficacité des intermédiaires financiers bancaires	14
a. Les mesures de la taille des intermédiaires financiers bancaires	14
b. Les mesures de l'efficacité des intermédiaires financiers bancaires	16
1.2.2. Les indicateurs de développement du marché boursier	16
<b>2. LES CONTRIBUTIONS PIONNIERES A L'ANALYSE DE LA RELATION ENTRE LE SECTEUR FINANCIER ET LA CROISSANCE</b>	<b>18</b>
2.1. LES PREMIERES 'INTUITIONS' THEORIQUES	18
2.2. VERS UNE APPROCHE PLUS FAVORABLE AU DEVELOPPEMENT FINANCIER	20
<b>3. L'ECOLE DE LIBERALISATION FINANCIERE</b>	<b>27</b>
3.1. LES FONDEMENTS THEORIQUES DE LA LIBERALISATION FINANCIERE	27
3.1.1. Le socle commun de McKinnon et Shaw	27
3.1.2. L'enrichissement des thèses de McKinnon et Shaw	32
3.2. LES CRITIQUES DE LA THEORIE DE LIBERALISATION FINANCIERE	33
3.2.1. Les imperfections des marchés financiers	34
3.2.2. Le dualisme financier	37
3.2.3. La nécessité de l'intervention gouvernementale	40
<b>4. LES INTERACTIONS ENTRE INSTITUTIONS FINANCIERES ET CROISSANCE DANS LES MODELES DE CROISSANCE ENDOGENE</b>	<b>42</b>
4.1. LES TRAVAUX THEORIQUES	42
4.1.1. Le modèle de Pagano	42
4.1.2. L'approche fonctionnelle de l'intermédiation financière dans les approches par la croissance endogène	43
a. La facilitation de l'échange de biens et de services	45
b. La mobilisation de l'épargne	46
c. L'acquisition d'informations sur les projets et l'allocation optimale des ressources	46
d. La surveillance des investissements et le contrôle sur la gestion des entreprises après le financement des projets	47
e. La protection contre le risque et le partage de celui-ci	47
4.2. LES TRAVAUX EMPIRIQUES	48
<b>CONCLUSION</b>	<b>50</b>

## **CHAPITRE II : DEVELOPPEMENT FINANCIER ET CROISSANCE ECONOMIQUE DANS UN CADRE DE MONDIALISATION FINANCIERE 51**

### **1. DEFINITIONS DE L'INTEGRATION FINANCIERE INTERNATIONALE ET INDICATEURS DE MESURE 54**

- 1.1. GLOBALISATION ET INTEGRATION FINANCIERES 54
- 1.2. INDICATEURS DE JURE D'INTEGRATION FINANCIERE INTERNATIONALE 56
  - 1.2.1. Indicateur de restrictions du FMI 56
  - 1.2.2. Indicateur de pourcentage : indicateur Share 57
  - 1.2.3. Indicateur d'intensité de Quinn 57
  - 1.2.4. Indice de Chinn et Ito d'ouverture financière totale 58
- 1.3. INDICATEUR D'INTEGRATION DE FACTO 60

### **2. LA RELATION ENTRE LE DEVELOPPEMENT FINANCIER ET LA CROISSANCE ECONOMIQUE DANS UN CADRE DE MOBILITE INTERNATIONALE DES CAPITAUX 62**

- 2.1. LES AVANTAGES DIRECTS DE L'OUVERTURE FINANCIERE INTERNATIONALE 63
  - 2.1.1. Meilleure allocation des ressources 63
  - 2.1.2. Transferts de technologie et de savoir-faire managérial 64
  - 2.1.3. Diversification du risque 64
- 2.2. LES AVANTAGES INDIRECTS DE L'OUVERTURE FINANCIERE INTERNATIONALE 66
  - 2.2.1. Le développement financier 67
  - 2.2.2. Le développement institutionnel 68
  - 2.2.3. La stimulation de bonnes politiques macro-économiques 69
- 2.3. LES INCONVENIENTS DE L'OUVERTURE FINANCIERE INTERNATIONALE 72
  - 2.3.1. Les crises financières 72
  - 2.3.2. La contagion financière 74
  - 2.3.3. La criminalité financière 75
- 2.4. L'APPROCHE DES SEUILS DE DEVELOPPEMENT 75
  - 2.4.1. Le développement du secteur financier 76
  - 2.4.2. La qualité des institutions 77
  - 2.4.3. La qualité des politiques macro-économiques 78
  - 2.4.4. L'ouverture commerciale 78

### **3. INTEGRATION FINANCIERE ET CROISSANCE ECONOMIQUE DANS LA LITTERATURE EMPIRIQUE 81**

- 3.1. EFFET FAVORABLE DE L'INTEGRATION FINANCIERE SUR LA CROISSANCE ECONOMIQUE 81
- 3.2. EFFET CONTROVERSE DE L'INTEGRATION FINANCIERE SUR LA CROISSANCE ECONOMIQUE 83
- 3.3. LES RAISONS POUR LESQUELLES LE LIEN ENTRE L'INTEGRATION FINANCIERE ET LA CROISSANCE ECONOMIQUE N'EST PAS CLAIREMENT ETABLI 85

### **CONCLUSION 88**

# **CHAPITRE III : LES STRATEGIES DE DEVELOPPEMENT FINANCIER DANS LES PVD : LE GRADUALISME ET LE ROLE DES INSTITUTIONS**

**89**

## **1. LE GRADUALISME DANS LE PROCESSUS DE LIBERALISATION FINANCIERE TOTALE**

**91**

- 1.1. LA LIBERALISATION FINANCIERE 91
  - 1.1.1. Définition de la libéralisation financière 91
  - 1.1.2. Distinction entre la libéralisation financière interne et la libéralisation financière externe 92
    - a. Libéralisation financière interne 92
    - b. Libéralisation financière externe 93
  - 1.1.3. Différentes dimensions de la libéralisation financière 93
  - 1.1.4. Différents degrés de libéralisation financière selon les critères de Kaminsky et Schumukler 94
- 1.2. RAISONS D'ETRE DU GRADUALISME DANS LE PROCESSUS DE LIBERALISATION FINANCIERE TOTALE 98
- 1.3. LES CONDITIONS DE SUCCES DES REFORMES DU SYSTEME FINANCIER 101
  - 1.3.1. Les conditions initiales : 101
    - a. La stabilité macro-économique 101
    - b. La réglementation prudentielle et la supervision du système financier 102
  - 1.3.2. L'ordre séquentiel optimal de la libéralisation 104
  - 1.3.3. La vitesse des réformes financières 107
    - a. La libéralisation financière brutale ou le « big bang » 108
    - b. La libéralisation financière graduelle 108
- 1.4. L'OUVERTURE SEQUENTIELLE DU COMPTE CAPITAL 109

## **2. LA QUALITE INSTITUTIONNELLE : UN CATALYSEUR DE LA RELATION ENTRE LE DEVELOPPEMENT FINANCIER ET LA CROISSANCE ECONOMIQUE**

**112**

- 2.1. L'APPROCHE INSTITUTIONNELLE DANS LE DOMAINE FINANCIER 112
  - 2.1.1. La notion d'institution chez North 112
  - 2.1.2. La notion d'institution chez Minsky 113
- 2.2. LES FACTEURS INSTITUTIONNELS COMME DETERMINANTS DU DEVELOPPEMENT FINANCIER 114
  - 2.2.1. Les institutions formelles et le développement financier : quelle relation ? 114
    - a. Les institutions légales et la finance : la thèse de Laporta-Lopez-Silanes et Shleifer 115
    - b. La théorie des origines coloniales des institutions 117
    - c. Les institutions politiques et le développement financier : la thèse de Rajan et Zingales 119
    - d. Le dilemme permanence-flexibilité du cadre institutionnel 121
  - 2.2.2. L'importance du capital social dans le développement financier 124

## **3. LES PRATIQUES DE LA REGULATION FINANCIERE ET DES CONTROLES DE CAPITAUX**

**127**

- 3.1. LES PRATIQUES DE LA REGULATION FINANCIERE 127

3.1.1. La nature et l'indépendance de l'autorité de régulation	127
a. Une approche extrême de non intervention de l'Etat	128
b. L'approche interventionniste de la régulation financière	128
c. L'approche de l'indépendance des agences de supervision	129
d. Les restrictions sur les activités bancaires	130
e. L'assurance de dépôt	131
3.2. LES PRATIQUES DES CONTROLES DE CAPITAUX	131
<b>CONCLUSION</b>	<b>135</b>
<b>CHAPITRE IV : UNE ANALYSE EMPIRIQUE DE LA RELATION ENTRE LE DEVELOPPEMENT FINANCIER ET LA CROISSANCE ECONOMIQUE DES PVD DANS UN CADRE DE MONDIALISATION FINANCIERE</b>	<b>136</b>
<b>1. DEVELOPPEMENT FINANCIER DANS UN CADRE DE MOBILITE INTERNATIONALE DES CAPITAUX : SEUILS INSTITUTIONNELS ET LA SEQUENCE DE LIBERALISATION</b>	<b>138</b>
1.1. UN MODELE DE LA RELATION ENTRE DEVELOPPEMENT FINANCIER, ET OUVERTURE FINANCIERE INTEGRANT LE DEVELOPPEMENT INSTITUTIONNEL	138
1.1.1. Spécification du modèle	138
1.1.2. Définition des variables du modèle	139
a. Variables financières	139
b. Variables du développement institutionnel	141
c. Variables de contrôle	143
1.1.3. Méthode d'estimation	143
1.1.4. Résultats d'estimation et discussions	144
1.2. ETUDE DE LA RELATION ENTRE LE DEVELOPPEMENT FINANCIER, L'OUVERTURE FINANCIERE ET LE DEVELOPPEMENT DE L'INFRASTRUCTURE SOCIALE	148
1.3. RELATION INVERSE ENTRE L'OUVERTURE FINANCIERE ET LE DEVELOPPEMENT FINANCIER	153
1.4. ETUDE DE LA SEQUENCE DE LIBERALISATION	155
<b>2. QUELLES INTERACTIONS ENTRE LE DEVELOPPEMENT FINANCIER, LE DEVELOPPEMENT INSTITUTIONNEL ET LA CROISSANCE ECONOMIQUE ? UNE ANALYSE EMPIRIQUE</b>	<b>159</b>
2.1. DEVELOPPEMENT FINANCIER ET CROISSANCE ECONOMIQUE EN REFERENCE AUX PAYS EN DEVELOPPEMENT : UNE RELATION NON LINEAIRE	159
2.1.1. Spécification du modèle	160
2.1.2. Méthode d'estimation, tests et discussion des résultats	163
2.2. DEVELOPPEMENT FINANCIER, REGULATION ET CROISSANCE DANS LES PAYS EN VOIE DE DEVELOPPEMENT	169
<b>CONCLUSION</b>	<b>174</b>
<b>CONCLUSION GENERALE</b>	<b>176</b>

<b>ANNEXES</b>	<b>181</b>
<b>ANNEXE 1 : PRESENTATION DES VARIABLES</b>	<b>182</b>
ANNEXE 1.1 : PRESENTATION DES VARIABLES POUR LA PREMIERE ETUDE : « DEVELOPPEMENT FINANCIER, OUVERTURE FINANCIERE ET DEVELOPPEMENT INSTITUTIONNEL »	182
ANNEXE 1.2 : PRESENTATION DES VARIABLES POUR LA DEUXIEME ETUDE : « DEVELOPPEMENT FINANCIER, DEVELOPPEMENT INSTITUTIONNEL ET CROISSANCE ECONOMIQUE »	185
<b>ANNEXE 2 : LISTE DES PAYS DE L'ECHANTILLON</b>	<b>189</b>
<b>ANNEXE 3 : STATISTIQUE DESCRIPTIVE ET TESTS ECONOMETRIQUES POUR LA PREMIERE ETUDE : « DEVELOPPEMENT FINANCIER, OUVERTURE FINANCIERE ET DEVELOPPEMENT INSTITUTIONNEL »</b>	<b>190</b>
ANNEXE 3.1 : STATISTIQUE DESCRIPTIVE	190
ANNEXE 3.2: TESTS DE SPECIFICATION D'HAUSMAN	192
<b>ANNEXE 4 : STATISTIQUE DESCRIPTIVE POUR LA DEUXIEME ETUDE : « DEVELOPPEMENT FINANCIER, DEVELOPPEMENT INSTITUTIONNEL ET CROISSANCE ECONOMIQUE »</b>	<b>195</b>
<b>ANNEXE 5 : CONSTRUCTION DE LA VARIABLE DU DEVELOPPEMENT INSTITUTIONNEL INS PAR LA METHODE DE L'ANALYSE EN COMPOSANTES PRINCIPALES</b>	<b>197</b>
<b>ANNEXE 6 : CONSTRUCTION DE LA VARIABLE D'INSTABILITE FIANCIERE</b>	<b>200</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE</b>	<b>202</b>

## LISTE DES FIGURES

<b>Figure 1 :</b> Les effets d'un accroissement du taux d'intérêt réel sur l'épargne, l'investissement et la croissance	29
<b>Figure 2 :</b> Asymétrie d'information et rendement espéré de la banque	35
<b>Figure 3 :</b> Les effets sur LM du changement de composition des actifs	39
<b>Figure 4 :</b> Une approche théorique de la relation système financier et croissance	45
<b>Figure 5 :</b> La différence entre la vision traditionnelle et la nouvelle perspective de la relation entre l'ouverture financière internationale et la croissance économique	71
<b>Figure 6 :</b> L'approche des seuils de développement	79
<b>Figure 7 :</b> L'ouverture séquentielle du compte capital	111

## LISTE DES TABLEAUX

<b>Tableau 1 :</b> Tableau synthétique des différentes mesures du degré d'intégration financière internationale	55
<b>Tableau 2 :</b> Les critères de définition du degré de libéralisation financière	95
<b>Tableau 3 :</b> Les séquences de la libéralisation économique et financière d'une économie	106
<b>Tableau 4 :</b> Grille d'analyse des structures institutionnelles stabilisatrices des systèmes financiers	114
<b>Tableau 5 :</b> Développement financier, ouverture financière et développement institutionnel	145
<b>Tableau 6 :</b> Comparaison de la moyenne du développement institutionnel avec le niveau de seuil au-delà duquel l'ouverture financière peut former le développement financier	147
<b>Tableau 7 :</b> Développement financier, ouverture financière et développement de l'infrastructure sociale	150
<b>Tableau 8 :</b> Comparaison de la moyenne du développement de l'infrastructure sociale avec le niveau de seuil au-delà duquel l'ouverture financière peut former le développement financier	152
<b>Tableau 9 :</b> Relation inverse entre l'ouverture financière et le développement financier	154
<b>Tableau 10 :</b> Comparaison de la moyenne du développement institutionnel avec le niveau de seuil institutionnel au-delà duquel le développement financier peut conduire à l'ouverture financière	155
<b>Tableau 11 :</b> Ouverture financière et ouverture commerciale	157
<b>Tableau 12 :</b> Développement financier, institutions et croissance économique	165
<b>Tableau 13 :</b> Comparaison de la moyenne du développement de l'infrastructure institutionnelle avec le niveau de seuil dans la relation finance-croissance	168
<b>Tableau 14 :</b> Développement financier, régulation, institutions formelles et croissance économique	171
<b>Tableau 15 :</b> Développement financier, régulation, capital social et croissance économique	172

# **INTRODUCTION GENERALE**

Les interactions entre le développement de la sphère financière et la croissance économique ont suscité bien des interrogations en économie du développement. Plusieurs économistes se sont interrogés pour savoir pourquoi des systèmes financiers plus que d'autres, assurent d'une manière efficiente la fonction de financement de l'économie et impulsent la croissance. L'identification des facteurs fondamentaux qui en sont à la base pourrait contribuer à une explication, fût-elle partielle, des écarts de niveau de développement entre pays et contribuer à l'identification des réformes à mettre en œuvre pour une meilleure contribution de l'appareil financier au regard de l'objectif de croissance.

La littérature sur la profondeur du lien entre le développement financier et la croissance économique est ancienne et très vaste. Elle remonte aux travaux de Schumpeter (1911) qui a souligné l'importance des banques pour financer les innovations technologiques et stimuler la croissance. Cependant, pendant longtemps, la théorie économique a réservé peu de place au rôle de la finance dans le processus de développement économique en raison de la prééminence au cours des décennies cinquante et soixante d'une théorie keynésienne axée sur des politiques financières souvent administrées (Eggoh, 2009). De même, la vision néo-classique d'avant les années soixante-dix occulte les aspects financiers du développement en supposant de manière implicite que « la finance est neutre ». Par analogie à Ricardo (1817) qui considère la monnaie comme un voile, la théorie néo-classique utilise le « voile ricardien » pour couvrir la finance. En d'autres termes, il y a une dichotomie totale entre la sphère réelle et la sphère financière et donc la finance n'est pas essentielle pour la croissance économique et l'investissement.

Bien que quelques études aient été menées par des auteurs d'inspiration néo-classique sur les interactions entre le développement financier et la croissance économique au cours des années 60 (Gurley et Shaw, 1960 ; Goldsmith, 1969), ce n'est qu'à partir des années 70 et à la suite de la publication des travaux de McKinnon (1973) et Shaw (1973) sur la libéralisation financière que les économistes ont analysé la contribution de l'activité financière à la croissance. Ce retour en grâce de la finance dans la théorie néo-classique a permis l'émergence d'une nouvelle conception de la finance qui met en évidence l'importance du secteur financier pour la formation du développement et de la croissance économique. De ce fait, McKinnon (1973) et Shaw (1973) avec leur paradigme de répression financière font un plaidoyer élogieux en faveur des politiques de libéralisation financière dans les pays en voie de développement (PVD) qu'ils présentent comme un moyen idéal pour résoudre les



problèmes de développement. Les deux auteurs sont en effet persuadés que les pays en développement font peser des contraintes tellement fortes sur la sphère financière que celle-ci est incapable de se développer. Ils dénoncent les politiques de répression financière préconisées par les keynésiens et recommandent l'abolition des restrictions qui handicapent le fonctionnement des intermédiaires financiers, l'abandon de toute mesure qui vise à protéger l'appareil financier et de laisser les marchés financiers établir librement l'allocation la plus efficace des capitaux.

Les politiques de libéralisation financière prônées par McKinnon et Shaw ont été adoptées par de nombreux pays en développement. Mais, ces politiques ont conduit à des résultats peu édifiants. Plusieurs faits stylisés montrent que le processus de libéralisation financière engagé dans un grand nombre de pays depuis une trentaine d'années est à l'origine de graves dysfonctionnements en termes de stabilité comme l'atteste la multiplication récente des crises financières et bancaires avec leurs conséquences récessionnistes. Ainsi, pour Kaminski et Reinhart (1996), la crise bancaire – souvent couplée à une crise de change – a principalement la libéralisation financière comme cause. Les auteurs donnent l'explication suivante. La levée de la répression financière peut susciter de très importantes entrées de capitaux, produisant deux effets principaux : (i) d'une part, un développement accéléré du crédit et de la masse monétaire propre à alimenter des pressions inflationnistes ainsi que l'émergence de bulles spéculatives et (ii) d'autre part, une appréciation de la monnaie nationale, qui renchérit les exportations nationales engendrant une contraction de la production et une baisse de la croissance et de l'emploi. Cette dégradation de l'environnement macro-économique fragilise les structures financières existantes et provoque des défaillances bancaires. Cette situation de récession se traduit également par un large mouvement de panique et la perte de confiance des investisseurs étrangers, ce qui provoque un exode abrupt des capitaux précipitant le risque d'une crise de change.

Ces dysfonctionnements en termes de stabilité pouvant parfois prendre un caractère dramatique pour les pays les ayant subis ont conduit McKinnon à réviser ses contributions originales préconisant une libéralisation progressive qui se mettrait en place par étape. C'est l'approche ou la thèse dite du « sequencing », ou le gradualisme dans la démarche vers la libéralisation financière. La nécessité de suivre un processus graduel trouve son essence dans la nature même de la libéralisation financière qui ne peut être assimilée à la libéralisation des échanges de biens et de services étant donné le caractère instable des flux financiers.

La recherche des facteurs clés affectant la relation entre le développement de la sphère financière et la croissance économique a ouvert la voie aux autres approches théoriques, dont la plus importante est celle de la nouvelle économie institutionnelle. L'approche institutionnelle appliquée au secteur financier montre que la sphère financière ne fonctionne pas d'une manière désincarnée, mais présuppose plutôt une infrastructure institutionnelle adéquate et suffisamment développée. D'ailleurs, cette approche se base sur les divergences dans les niveaux de développement institutionnel pour expliquer les différences nationales en termes de développement financier. Dans un environnement financier globalisé porteur d'un potentiel de fragilité, la transition vers des systèmes financiers libéralisés et ouverts à la concurrence étrangère nécessite un cadre institutionnel développé sans lequel les pays pourraient connaître des turbulences financières préjudiciables à la croissance.

### **Problématique de la thèse**

La présente thèse a pour objectif de mettre en évidence les interactions entre le développement financier et la croissance économique dans un environnement de mondialisation financière génératrice de fragilité. La question centrale qui se pose à ce niveau et autour de laquelle se structure notre thèse est la suivante : on s'interroge, à l'instar de Ito (2005) et Béji (2009), à l'effet de savoir **comment les pays en développement, parviennent-ils à mobiliser les capacités de leurs appareils financiers pour stimuler la croissance économique dans un environnement financier globalisé qui entretient la fragilité financière ?**

Dans la présente thèse, nous suivons l'approche de Béji (2009) qui considère la globalisation financière comme étant l'environnement dans lequel les pays sont appelés à évoluer, et non un facteur de développement en soi comme cela est mis en avant par les tenants de la libéralisation financière. Notre approche se démarque également de la vision orthodoxe dominante du développement financier qui assimile le développement financier à la libéralisation financière. Ainsi, nous mettons en valeur, en étayant notre démarche par une validation empirique, une approche alternative du développement financier dans un environnement financier globalisé qui met l'accent sur la nécessité de satisfaire des seuils de développement institutionnel ainsi que des formes de régulation et de supervision bancaires indispensables à la réalisation d'une relation vertueuse entre le développement financier et la croissance économique.

Afin de développer cette problématique centrale, notre démarche a consisté à structurer notre travail autour de deux grands groupes d'interrogations, d'abord théoriques mais se devant d'être ensuite soumises à des tests de validation empirique :

*Q1 : L'ouverture et l'insertion des systèmes financiers des PVD dans l'économie internationale permettent-elles de générer des impacts significatifs et positifs sur la profondeur de leur système financier particulièrement dans un contexte de mobilité internationale des capitaux souvent générateur d'instabilité financière? Si oui :*

- A quelles conditions, ces effets sont-ils susceptibles de se réaliser ?
- Quelle serait alors la séquence optimale de cette libéralisation ?

*Q2 : Quelle est la nature de la relation entre le développement financier et le développement économique ?*

- Plus particulièrement, le développement financier exerce-t-il un effet favorable direct sur la croissance ou,
- alternativement, cet impact transite-t-il par d'autres canaux qu'il s'agit alors d'identifier ?

Ce questionnement nous semble pertinent en ce sens qu'il appelle à l'exploration de certaines pistes parmi lesquelles :

- L'éventualité d'une intermédiation de la relation finance-croissance par la qualité des institutions fussent-elles formelles ou informelles ou encore,
- L'éventualité d'un conditionnement de cette relation à l'intensité de la régulation et de la supervision du système financier, particulièrement dans un contexte de mobilité internationale des capitaux souvent génératrice d'instabilité financière.

La réponse à ces questions est importante en ce qu'elle conditionne les politiques économiques et financières à mener dans ce contexte par les pays en développement afin de s'assurer de l'optimalité de leur politique de développement. Dans notre investigation pour tâcher de donner des réponses à ce questionnement, nous privilégierons une approche qui met en avant la qualité des institutions tout en apportant une innovation dans notre travail en

opérant une distinction qui nous semble importante, particulièrement pour les pays en développement, entre les institutions formelles et celles qualifiées d'informelles.

### **Démarche méthodologique**

La démarche méthodologique adoptée dans ce travail repose d'abord sur une revue critique et exhaustive des courants de pensée qui ont abordé dans la littérature économique la relation entre le système financier (profondeur et degré de libéralisation) et la croissance économique par tête qui approxime le niveau de développement économique. C'est sur la base de cette analyse que nous avons par la suite proposé plusieurs spécifications de cette relation susceptibles d'être testées économétriquement. Plus précisément, pour répondre aux questions soulevées ci-dessus, nous avons construit un échantillon de 76 pays émergents et en voie de développement avec plusieurs dizaines de variables économiques, institutionnelles et financières observées sur une période de trente-cinq ans (1980-2014).<sup>1</sup> Les estimations économétriques ont le plus souvent fait appel à l'économétrie des panels au regard de la structure de notre échantillon d'observations.

### **Structure générale de la thèse**

Le travail que nous présentons est articulé autour de quatre chapitres.

Le premier chapitre présente une revue de la littérature sur le rôle du secteur financier dans le développement économique. Après avoir précisé dans une première section le concept de développement financier, nous consacrons la deuxième section à une présentation des travaux théoriques et empiriques des précurseurs. Tant les effets positifs que les critiques de la théorie de la libéralisation financière sont abordés dans la troisième section. Dans la quatrième section, les interactions entre le développement financier et la croissance économique sont mises en évidence dans le cadre des nouveaux modèles de croissance endogène.

Le deuxième chapitre passe en revue les travaux théoriques et appliqués consacrés à l'étude du lien entre le développement financier et la croissance économique dans un environnement financier mondialisé. Après la présentation du concept d'intégration financière et ses principales mesures (section 1), nous présentons dans la deuxième section la nouvelle vision du développement financier dans un cadre d'une mobilité transfrontalière des capitaux.

---

<sup>1</sup> La liste des pays de l'échantillon figure en annexe.

Dans la dernière section, nous passons en revue les différents travaux empiriques consacrés à la relation entre la globalisation financière et la croissance économique.

Le troisième chapitre aborde la question du gradualisme et du développement institutionnel dans les stratégies de développement des PVD. Ce chapitre présente dans une première section les approches théoriques du gradualisme dans le processus de libéralisation financière indispensable à la réussite des réformes dans les pays qui ont choisi de suivre cette option. Il procède également dans une seconde section à une revue succincte des différentes théories consacrées aux interactions entre le développement de la sphère financière, le développement de la structure institutionnelle et la croissance économique. Le rôle du capital social n'est pas occulté dans cette analyse. Dans un environnement financier globalisé qui est source de fragilité financière, nous procédons à une revue détaillée de la régulation financière et du contrôle des flux financiers pour leur faire retrouver une certaine légitimité. Ces pratiques de régulation financière et des contrôles de capitaux sont présentées longuement en fin de chapitre (section 3) car elles constituent pour nous dans le cadre de cette thèse un objet d'analyse important au regard de l'optimalité des politiques de développement financier à envisager.

Enfin, le dernier chapitre est consacré à la validation empirique des approches défendues dans cette thèse. Dans une première étude économétrique, nous testons la validité de la relation allant de l'ouverture financière vers le développement financier ainsi que l'importance du gradualisme dans la démarche vers la libéralisation pour l'échantillon des PVD retenus. Dans la deuxième étude économétrique, nous étudions le lien unissant le développement financier et la croissance économique et nous testerons l'hypothèse d'une intermédiation de la relation finance-croissance par la qualité de l'environnement institutionnel. Cette seconde étude nous permettra de calculer des seuils institutionnels au-delà desquels le développement financier affecte positivement la croissance économique.

**CHAPITRE I : LE ROLE DU SECTEUR  
FINANCIER DANS LE DEVELOPPEMENT  
ECONOMIQUE**

Le développement financier est-il un enjeu essentiel pour la croissance et le développement économique? Malgré plus d'un siècle d'intenses débats sur le développement financier, aucune issue définitive n'a été trouvée à cette problématique. Cependant, quelle que soit la sensibilité par rapport à la question de l'approfondissement financier, il semble évident que la finance est de nos jours au centre du secteur réel. Il suffit juste d'imaginer un monde sans sphère financière pour se convaincre de la place qu'elle occupe.

La littérature sur le lien entre le développement financier et la croissance économique est très vaste et ancienne. Nous retrouvons les premières intuitions théoriques chez Schumpeter (1911) qui a attiré l'attention sur l'importance des intermédiaires financiers dans la promotion de la croissance à travers l'identification et la réorientation des fonds vers les activités novatrices. Cependant, les aspects financiers du développement ont longtemps été quelque peu occultés par la théorie économique en raison de la prééminence au cours des décennies cinquante et soixante d'une théorie keynésienne axée sur des politiques de finance administrée et de protectionnisme financier caractérisées par une forte répression financière.

Bien que plusieurs économistes d'inspiration néo-classique ont porté leur attention sur l'existence d'un éventuel lien entre le secteur financier et la croissance économique au cours des années 60 (Gurley et Shaw, 1960 ; Goldsmith, 1969), ce n'est qu'à partir des années 70 et à la suite de la publication des travaux de McKinnon (1973) et Shaw (1973) sur la libéralisation financière que la problématique de la contribution de l'activité financière à la croissance prend une nouvelle envergure. Cette résurgence de la théorie néo-classique a permis l'émergence d'une nouvelle conception qui met en évidence l'importance du secteur financier pour la formation du développement et de la croissance économiques. De ce fait, McKinnon et Shaw recommandent aux pays en développement l'adoption de politiques de libéralisation financière pour sortir de l'ornière du sous-développement. Ces mesures recouvrent la suppression du plafonnement des taux d'intérêt, des crédits dirigés et des taux élevés de réserves obligatoires, l'abolition des interventions publiques et l'instauration de la libre circulation des capitaux. Cette libéralisation financière a séduit les institutions financières internationales (La Banque Mondiale et Le Fonds Monétaire International) et a été appliquée dans de nombreux pays en développement. Ces politiques ont conduit à un résultat peu édifiant dans plusieurs pays d'Amérique Latine en particulier le Chili et l'Argentine : à la répression financière et au sous-développement financier et économique se sont substituées

l'instabilité économique et les crises financières. L'échec de ces expériences de libéralisation financière a ouvert la voie aux autres approches théoriques élaborées dans les années 80 en proposant une analyse critique de l'approche de la libéralisation financière jetant un sérieux doute sur la validité de la thèse de McKinnon et Shaw. C'est dans la même veine qu'il faudra inscrire les analyses théoriques élaborées dans le cadre des modèles de croissance endogène qui ont suscité, dès la fin des années 80 et durant les années 90, un regain d'intérêt à l'étude des interactions entre le développement financier et la croissance économique. Ces modèles ont permis, contrairement aux approches précédentes, de modéliser, dans un cadre théorique d'équilibre économique général, les services fournis par les intermédiaires financiers et donc de formuler théoriquement les interactions entre le secteur financier et la croissance économique.

Dans ce premier chapitre, nous précisons ce que nous entendons par le concept de développement financier. La notion du développement financier telle qu'elle est perçue dans le cadre de cette thèse est celle préconisée par Béji (2009). Le but de cette clarification est de dessiner les pourtours et poser les prémices d'une politique autre que celle de la libération inconditionnelle du secteur financier pour les pays en voie de développement. A l'inverse de l'école de libéralisation financière qui assimile le développement financier à la libéralisation financière, nous considérons comme Béji (2009) que le développement financier n'est pas synonyme de libéralisation financière totale et d'ouverture totale des systèmes financiers à la concurrence internationale et sans aucune intervention des autorités gouvernementales. Nous nous proposons ainsi de passer en revue dans ce chapitre les principales contributions qui ont été apportées à travers le temps sur le rôle du secteur financier dans le développement économique. Dans une première section, nous présentons la définition du développement financier. Nous avons jugé nécessaire également de passer en revue les indicateurs qui permettent d'apprécier le niveau de développement financier d'un pays. Dans une seconde section, nous exposons les travaux antérieurs qui ont pu influencer les fondateurs de l'école la libéralisation financière, puis, dans une troisième section, nous présentons dans un premier temps les arguments de la théorie de libéralisation financière, ensuite, les critiques qui lui ont été adressées notamment celles liées aux problèmes informationnels et à la prise en compte du secteur financier informel. Dans une quatrième section, nous mettons en évidence la relation entre le développement financier et la croissance économique dans le cadre des modèles de croissance endogène.



## **1. DEFINITION ET MESURES DU DEVELOPPEMENT FINANCIER**

Nous tentons de clarifier dans cette première section la définition de la notion de développement financier proprement dit. Il nous semble également important de passer en revue les différentes mesures quantitatives du niveau de développement financier d'un pays, leurs avantages et leurs inconvénients.

### **1.1. Définition du développement financier**

Même si plusieurs travaux s'intéressent à la problématique du développement financier, un nombre restreint en formulent une définition précise et concrète. Cette difficulté à bien définir le développement financier trouve son origine, selon Goldsmith (1969), dans la complexité de la structure financière qui n'évolue pas de la même manière dans le processus de développement de différents pays. Dans la littérature axée sur la finance, la définition du développement financier a beaucoup évolué. Shaw (1973) fournissait une définition de façon sommaire du développement financier. Celui-ci se définit comme « *l'accumulation d'actifs financiers à un rythme plus rapide que l'accumulation d'actifs non financiers* ». La définition du développement financier a beaucoup évolué selon les courants qui ont dominé la théorie économique sur le sujet. L'écllosion de l'approche néo-libérale ainsi que les approches par la croissance endogène constituent chacune un tournant qui a marqué la perception du concept du développement financier dans l'histoire du développement axé sur la finance.

Cependant, les années 70 ont été marquées par l'émergence de « l'école de libéralisation financière » ou, de manière identique « l'école de la répression financière », fondée par McKinnon (1973) et Shaw (1973). Les deux auteurs sont en effet persuadés que plusieurs pays en voie de développement font peser des contraintes tellement fortes sur la sphère financière que celle-ci est incapable de se développer. McKinnon (1973) et Shaw (1973) préconisent la libéralisation financière comme thérapie contre le sous-développement. Ainsi, pendant plusieurs années, l'approche néo-libérale considère la libéralisation de la sphère financière comme synonyme de développement financier. Plus précisément, le concept de développement financier est assimilé à la dérégulation et à l'ouverture financière. La libéralisation financière se définit par opposition à la répression financière comme une politique qui englobe plusieurs mesures. Ces dernières correspondent à l'élimination du plafonnement des taux d'intérêt et les politiques de crédit dirigé : les taux d'intérêt, les

montants de prêts et les projets à financer sont dorénavant déterminés par le marché et toute forme d'intervention étatique dans la sphère financière est à proscrire; l'indépendance des institutions financières, la libre mobilité des flux financiers et l'accélération du processus de désintermédiation financière (Eggoh, 2009, p. 3).

Mais selon Béji (2009), le problème de cette définition proposée par le courant orthodoxe qui définit tout simplement le développement financier par la libéralisation financière, est que l'approche néo-classique repose sur des fondements fragiles. En effet, les hypothèses néo-classiques sont très loin de la réalité des marchés financiers d'aujourd'hui. Dans les travaux des théoriciens de l'école de libéralisation financière, les marchés financiers et, notamment, le marché du crédit, sont supposés fonctionner en concurrence pure et parfaite, ce qui implique une information parfaite et gratuite des agents économiques. En réalité sur les marchés financiers, les acteurs économiques, évoluent dans un environnement où l'information n'est pas parfaite et encore moins gratuite. La théorie de libéralisation financière est donc fondée sur des hypothèses faibles et peu réalistes qui remettent en question le rôle que peut jouer la libéralisation financière dans le processus de développement financier : *«Continuer à supposer que la libéralisation financière sera génératrice de développement financier même dans ces conditions, serait une erreur analytique »* ( Béji, 2009, p. 20). De ce fait, nous rejoignons le point de vue de Béji qui considère que le développement financier n'est pas synonyme de libéralisation financière totale et d'absence d'intervention des autorités gouvernementales : *« Un système financier développé tel que nous le considérons n'est pas un système totalement libéralisé, totalement ouvert à la concurrence et exempt de toute intervention étatique. »*.

Les politiques de libéralisation financière prônées par McKinnon et Shaw ont été adoptées par de nombreux pays en développement. Mais, ces politiques ont conduit un certain nombre d'entre eux à connaître des situations de récession et de marasme économique dues essentiellement à une prolifération des crises bancaires et financières souvent suivies par une crise de change. L'échec de certaines expériences de libéralisation financière a ouvert la voie aux approches critiques élaborées dans les années 80 qui jettent un certain doute sur la validité de la thèse de McKinnon et Shaw. Les enseignements tirés de cette analyse critique ont conforté les développements théoriques qui ont suivie sur le rôle de la finance. C'est dans la même veine qu'il faudra inscrire les analyses théoriques élaborées dans le cadre des modèles de croissance endogène qui ont suscité un regain d'intérêt à la fin des années 80 à

l'exploration des interactions entre l'approfondissement financier et la croissance économique. L'approche par la croissance endogène permet de modéliser les services fournis par les intermédiaires et les marchés financiers. Un constat est à faire à ce niveau : le concept de libéralisation financière a laissé place à celui de développement financier.

La définition du développement financier que nous adoptons dans ce cadre, est inspirée de l'approche fonctionnelle de l'intermédiation financière de Levine (1997, 2004). L'auteur retient une optique fonctionnelle du secteur financier pour définir le développement financier et son rôle dans le développement économique. Ainsi, Levine (1997, 2004) considère qu'un système financier se développe lorsque « *les instruments financiers, les marchés et les intermédiaires financiers minimisent, sans toutefois éliminer, les coûts d'obtention de l'information, les coûts d'exécution des contrats et les coûts de transaction, permettant ainsi à l'appareil financier de mieux exercer ses fonctions* ». Plus particulièrement, un système financier est développé lorsque l'appareil financier permet : i) l'acquisition d'informations sur les projets et l'allocation optimale du capital aux projets les plus rentables, ii) la surveillance des investissements et le contrôle sur la gestion des entreprises après le financement des projets, iii) la facilitation des transactions financières et commerciales, l'amélioration de la gestion de risque et la diversification des actifs, iv) la mobilisation de l'épargne, v) la facilitation de l'échange de biens et de services. Pour Eggo (2009), chacune des fonctions assurées par les intermédiaires financiers peut avoir une incidence sur les décisions d'investissement et d'épargne des agents économiques, et en retour la croissance économique. Toutefois, étant donné que les marchés sont imparfaits et les lois, les réglementations et les politiques varient dans le temps et selon les économies, des améliorations au niveau d'une fonction peuvent agir de manière différente sur l'affectation des ressources et le bien être, en fonction du rôle des autres frictions de l'économie. Pour Eggo (2009, p. 4), « *On perçoit bien à travers ces définitions du développement financier, que ce dernier représente un tout, et que certains aspects du développement financier peuvent se réaliser sans pour autant avoir des conséquences favorables en termes de croissance économique* ».

## **1.2. Les indicateurs du niveau de développement financier**

Plusieurs indicateurs ont été utilisés dans les études empiriques pour apprécier le niveau de développement financier. Ces différentes mesures peuvent être classées en deux catégories : d'une part, les indicateurs relatifs à la taille et à l'efficacité de l'activité des

intermédiaires financiers et, d'autre part, les indicateurs de fonctionnement des marchés boursiers. Dans les pays en développement qui nous intéressent, la première catégorie de mesures semble plus appropriée pour appréhender le niveau de développement financier du fait que les banques couvrent une part importante des financements externes. Toutefois, les indicateurs les plus utilisés dans les analyses appliquées, car disponibles pour de nombreux pays en développement sur une longue période de temps, demeurent les indicateurs de taille des intermédiaires financiers (ratio M3/PIB, crédit au secteur privé,...).

### **1.2.1. Les indicateurs de taille et de l'efficacité des intermédiaires financiers bancaires**

#### *a. Les mesures de la taille des intermédiaires financiers bancaires*

**Le ratio des actifs liquides du système financier en proportion du PIB :** Ce premier indicateur représente l'agrégat monétaire M3 (masse monétaire M2 + dettes financières des banques et autres institutions financières) rapporté au PIB :

$$M3 / PIB \quad \text{ou} \quad \text{Actifs liquides} / \text{PIB}$$

Cet indicateur permet d'apprécier le niveau d'approfondissement financier et de mesurer la taille du secteur financier officiel par rapport à la taille de l'économie (King et Levine, 1993). Le ratio des actifs liquides au PIB a l'avantage de sa généralité, et prend en compte l'effet sur le développement de la monétarisation de l'économie (réduction des coûts de transaction, effet de conduit à la McKinnon notamment) (Guillaumont Jeanney et Kpodar, 2004). Mais, cet indicateur comporte un certain nombre de lacunes. Parmi celles-ci, nous pouvons noter le fait qu'il peut donner une fausse idée du développement financier car à cause de sa composante M2/PIB, il peut refléter un degré de monétarisation élevé dans une économie où le système financier n'est pas développé. Une autre limite du ratio réside dans le fait qu'il ne permet pas d'apprécier l'allocation du capital dans l'économie, ni de distinguer le secteur privé du secteur public. (Kpodar, 2006).

**Le ratio du crédit domestique au secteur privé en pourcentage du PIB :** Les crédits au secteur privé (le montant du crédit alloué au secteur privé par les banques et autres institutions financières non bancaires) rapporté au PIB représente l'un des indicateurs de développement financier les plus employés dans la littérature :

$$\text{Crédit privé} = \text{Crédits accordés au secteur privé} / \text{PIB}$$

Ce ratio mesure le niveau d'activité des intermédiaires financiers dans l'exercice de leur fonction principale de canalisation de l'épargne vers les investisseurs. Comme il présente l'avantage d'isoler les crédits alloués au secteur privé des crédits au secteur public, il reflète plus clairement le rôle des intermédiaires financiers dans le financement du secteur productif. L'idée sous-jacente de cet indicateur est que les systèmes financiers les plus développés sont ceux qui sont censés accorder plus de crédits aux entreprises, comparativement à ceux qui attribuent les crédits uniquement au gouvernement. Le crédit au secteur privé est considéré, par de nombreux auteurs, comme l'indicateur le plus approprié pour apprécier le niveau de développement financier quand bien même il souffrirait d'un certain nombre de faiblesses. Parmi-celles-ci, nous pouvons noter le fait qu'un niveau élevé de crédit peut traduire un phénomène d'emballlement des crédits (overlending) plutôt qu'un développement important du système financier. Une autre faiblesse du ratio réside dans le fait qu'il présente l'inconvénient d'être un faible indicateur du développement financier si ce dernier se développe par-delà le système bancaire, en l'occurrence au travers des marchés financiers. Or, le financement par le marché financier commence à être important dans certains pays en développement.

**Le ratio des actifs des banques commerciales sur la somme des actifs des banques commerciales et de la banque centrale :** Cet indicateur mesure la part relative des banques commerciales dans l'allocation de l'épargne (ou le ratio de l'ensemble des actifs des banques commerciales du pays par rapport au PIB) :

— Actifs des banques commerciales / (Actifs des banques commerciales + Actifs de la banque centrale)

ou

— Actifs des banques commerciales / PIB

La construction de cette mesure s'appuie sur l'hypothèse selon laquelle les banques commerciales sont plus efficaces que la banque centrale dans la mobilisation de l'épargne, la gestion des risques et la production de l'information. Mais, cet indicateur est partiel puisqu'il laisse de côté les financements par les institutions non bancaires et ne tient pas compte du fait que le secteur bancaire puisse financer aussi bien le secteur privé que le secteur public.

### ***b. Les mesures de l'efficacité des intermédiaires financiers bancaires***

Deux principales mesures de l'efficacité des intermédiaires financiers sont proposées par Beck *et al* (1999), à savoir :

**Le ratio de la marge nette sur les intérêts :** c'est le revenu net sur les intérêts (intérêts reçus moins intérêts versés) divisé par l'actif total des banques :

$$\text{Marge nette sur les intérêts} = (\text{Intérêts reçus} - \text{Intérêts versés}) / \text{Actifs des banques}$$

**Le ratio des frais généraux des banques :** Il est égal à la valeur comptable des frais généraux des banques sur l'actif total des banques :

$$\text{Ratio des frais généraux} = \text{Frais généraux} / \text{Actifs des banques}$$

Cet indicateur est négativement lié au développement financier. Des marges d'intermédiation faibles montrent que le secteur financier est efficace car il fournit des services financiers à moindre coût. Le différentiel de taux d'intérêt représente le coût de l'activité d'intermédiation financière. Des marges d'intermédiation élevées montrent un manque de concurrence au sein du système bancaire. Le point faible de cet indicateur est qu'il peut être influencé par les politiques de plafonnement des taux d'intérêt et les modifications du régime fiscal auquel peuvent être soumises les banques nationales.

### **1.2.2. Les indicateurs de développement du marché boursier**

**Le ratio de capitalisation boursière :** Indicateur de mesure du niveau de développement des marchés boursiers. Appelé aussi le ratio de la valeur du marché boursier. La capitalisation boursière mesure la taille du marché boursier et est égale à la valeur totale des titres cotées en bourse rapportée au PIB. Pour Kpodar (2006), l'emploi de cette mesure présuppose une corrélation positive entre la taille du marché boursier et sa capacité à mobiliser le capital et à faciliter la diversification des risques.

$$\text{Capitalisation boursière} = \text{Valeur des actions cotées en bourse} / \text{PIB}$$

**Le ratio de liquidité du marché boursier :** Le ratio de liquidité du marché boursier appelé aussi ratio de la valeur échangée capte l'activité ou la liquidité du marché boursier. Il équivaut au rapport entre le volume total des transactions boursières et le PIB. Théoriquement, des marchés boursiers liquides sont censés améliorer l'allocation des ressources financières et la croissance de long terme (Demirgüç-Kunt et Levine, 1996). Mais

cet indicateur peut être un indicateur imparfait du développement financier car une hausse de la valeur de ce ratio peut traduire une hausse des cours des titres, plutôt qu'une amélioration du volume des transactions boursières et de la liquidité du marché boursier.

Ratio de liquidité = Volume total des transactions financières / PIB

**Le ratio de rotation :** Le ratio de rotation ou le ratio de turnover est une mesure d'efficacité du marché boursier (Hung, 2006). Il est égal au rapport entre le volume total des transactions financières et la valeur des actions cotées en bourse. Il capte alors la liquidité du marché boursier par rapport à sa taille (et non au PIB comme c'est le cas du ratio de liquidité du marché boursier). Un marché boursier de faible taille (faible capitalisation) mais actif (forte liquidité) aura tendance à avoir un ratio de turnover élevé et inversement.

Ratio de turnover = Ratio de liquidité du marché / Capitalisation boursière

## 2. LES CONTRIBUTIONS PIONNIERES A L'ANALYSE DE LA RELATION ENTRE LE SECTEUR FINANCIER ET LA CROISSANCE

Bien avant les travaux de McKinnon et Shaw, de nombreux économistes se sont intéressés au rôle du secteur financier dans le processus de développement économique. Ces travaux précurseurs vont des premiers développements théoriques qui fournissent des conclusions ambiguës quant à l'incidence de la finance sur la croissance économique, à une approche favorable au développement financier proposée par les auteurs d'inspiration néo-classique.

### 2.1. Les premières 'intuitions' théoriques

Le lien entre le développement du secteur financier et la croissance économique a reçu une attention particulière à travers l'histoire moderne de l'économie. Il trouve ses racines dans les travaux de Bagehot (1873) et de Schumpeter (1911). Ces deux auteurs vont proposer des bases très intuitives à la compréhension de la relation entre la sphère financière et la croissance économique. Après ces prémisses favorables à la finance, Keynes (1936) a développé une théorie du développement économique qui réserve peu de place au développement financier.

Dans l'histoire du développement économique axé sur la finance, on retrouve en première loge les intuitions théoriques de Smith (1776). L'auteur évoquait dès le XVIIIème siècle le rôle des banques dans la facilitation des affaires commerciales. Smith (1776) avançait que les opérations bancaires contribuent au développement industriel du pays. Il mentionne ainsi que : « *toute augmentation ou diminution dans la masse des capitaux tend naturellement à augmenter ou à diminuer réellement la somme de l'industrie, le nombre de gens productifs, et par conséquent la valeur échangeable du produit annuel des terres et du travail du pays, la richesse et le revenu réel de tous ses habitants.* » (Smith, 1776, in, Béji, 2009, p. 17).

De même, on ne saurait passer sous silence les idées de Bagehot (1873) qui propose dans son livre « Lombard Street : A description of the Money Market », une discussion prématurée sur le développement financier et son rôle dans la promotion de la croissance. L'auteur affirme que le succès du développement d'un pays comme l'Angleterre est dû à la



supériorité de son appareil financier qui a facilité la mobilisation et l'utilisation des ressources financières nécessaires pour le financement de l'investissement à long terme de ses activités industrielles. Ainsi, le développement du secteur financier a joué un rôle déterminant dans l'essor de l'industrialisation en Angleterre en favorisant la mise en place de nouvelles technologies. Par conséquent, le sous-développement économique est dû à l'incapacité des appareils financiers à mobiliser l'épargne au service de la croissance, caractéristique d'un système financier rudimentaire ou embryonnaire.

Dans une contribution majeure, Schumpeter (1911, 1935) montre que le crédit sert le développement industriel et qu'il est une condition préalable à la création et au développement de l'innovation. Ainsi, les intermédiaires financiers jouent un rôle primordial dans la promotion de la croissance économique.

En considérant une économie de plein emploi, Schumpeter soutient l'idée que l'unique source de croissance de la production provient de l'amélioration des combinaisons existantes des facteurs de production. Schumpeter place donc l'innovation au cœur de son analyse : l'entrepreneur qui est en même temps l'innovateur doit trouver les fonds nécessaires à la mise en œuvre de son innovation. Le banquier apparaît donc comme l'intermédiaire qui permet à l'entrepreneur d'innover. Afin de réaliser son projet innovateur, l'entrepreneur doit détourner les moyens de production de leur première utilisation. Pour cela, l'entrepreneur a besoin de crédit, c'est-à-dire de pouvoir d'achat qui lui permet d'acquérir les facteurs de production qui lui sont nécessaires.

Schumpeter semble ainsi convaincu que les services financiers jouent un rôle d'impulsion de la sphère réelle à travers l'innovation. Le crédit apparaît comme indispensable pour la mise en œuvre du processus de production et l'impulsion de l'innovation. Le banquier joue alors un rôle privilégié car il permet de trouver les fonds nécessaires pour réaliser le projet innovateur de l'entreprise.

A la suite de ces premières ébauches d'idées favorables à la finance, Keynes (1936) présente une théorie du développement qui ne ressemble pas à celle de Bagehot (1873) et de Schumpeter (1911, 1935) en attirant l'attention sur l'importance de l'investissement dans la production globale et l'emploi. L'auteur étudie les conditions dans lesquelles les mécanismes monétaires peuvent agir sur la dynamique de la sphère réelle de l'économie. Dans ce contexte est né donc ce qui est appelé le « keynésianisme financier » par Chouhan-Verdier (2001) qui

a pour but de mettre en lumière les implications financières de l'investissement. Aussi, à l'inverse des néo-classiques, Keynes dans sa théorie sur le taux d'intérêt et la préférence pour la liquidité suggère une baisse des taux d'intérêt afin d'encourager l'investissement. Néanmoins, l'auteur fait la distinction entre l'activité de l'intermédiation financière devant soutenir l'investissement et la spéculation financière dont l'expansion alimente l'instabilité financière. Pour Keynes (1936), la spéculation financière est d'autant plus importante à mesure que les marchés financiers s'élargissent. Il assimile tout simplement les marchés boursiers aux casinos et propose de ne pas faciliter leur accès pour l'intérêt du public.

Enfin, lorsqu'on s'intéresse au sens de causalité entre le développement financier et la croissance économique, les keynésiens sont intimement convaincus que le développement financier est une conséquence du changement de l'offre et de la demande dans le secteur réel, en d'autres termes, le développement financier ne cause pas la croissance économique, il est simplement la conséquence des performances économiques comme le mentionne Robinson (1952) : « *Là où l'entreprise conduit, la finance suit* ».

Les années 60 ont été consacrées à la remise en cause de la théorie keynésienne sur le développement par certains économistes d'inspiration néo-classique, ce qui va donner lieu à des analyses plus favorables à l'impact positif du secteur financier sur la croissance. Nous nous proposons dans ce qui suit de rendre compte de ce nouveau courant théorique à travers les analyses successives de Gurley et Shaw (1960), Gerschenkron (1962), Patrick (1966), Goldsmith (1962), Patrick (1966) et Cameron (1972).

## **2.2. Vers une approche plus favorable au développement financier**

Les travaux de Gurley et Shaw (1960) constituent une des premières tentatives de théorisation du rôle du secteur financier dans le processus de développement économique. En réponse aux insuffisantes explications de la situation économique des pays en développement par la théorie keynésienne, Gurley et Shaw (1960) ont vivement critiqué la conception keynésienne du développement dans la mesure où elle réserve peu de place à la finance. Pour les auteurs, l'approche keynésienne du développement économique met plus en avant les aspects réels du développement économique (bien-être, emploi, production, revenu) au détriment de la dimension financière (techniques de canalisation de l'épargne vers

l'investissement). Gurley et Shaw (1960) s'opposent au modèle keynésien critiqué pour être trop simple et inapproprié pour expliquer les aspects financiers de la croissance économique.

Afin de conforter leurs critiques, Gurley et Shaw (1960) présentent un modèle dans lequel ils proposent une nouvelle théorie du taux d'intérêt et du revenu qui admet l'accumulation de la dette, les institutions financières non monétaires, la finance direct et indirect. Ces auteurs considèrent que ces éléments sont des outils meilleurs que l'approche keynésienne du développement basée sur la préférence pour la liquidité à court terme. Avec ce modèle, Gurley et Shaw (1960) montrent que les intermédiaires financiers sont au cœur du processus de croissance.

Gurley et Shaw confortent leur modèle en dressant la typologie des trois différents types des systèmes financiers qui peuvent exister dans une économie de marché.

Dans le premier type de système financier intitulé " finance rudimentaire ", la monnaie est externe<sup>2</sup>. Ce type de système ne comprend ni actif financier, ni marché financier. L'économie se trouve réduite à l'autofinancement. Une telle situation entraîne une mauvaise allocation des ressources et affaiblit le niveau d'investissement et d'épargne. Le rythme de croissance de la production se trouve alors ralentit.

Dans le second type de système, les auteurs introduisent les créances directes (obligations, actions) et la monnaie interne<sup>3</sup>. La mise en place de technique de distribution et d'intermédiation permet de développer le financement externe, contribue à accroître les niveaux de l'épargne et de l'investissement et améliore alors l'allocation des ressources.

Le dernier type de système financier est caractérisé par la présence de plusieurs actifs financiers différents émis par les institutions financières et non financières. La concurrence qui en résulte permet d'améliorer le bien-être des prêteurs et des emprunteurs. En effet, ce système permet la diversification des portefeuilles des agents – et donc une réduction des risques –, la différenciation des produits financiers et d'allouer l'épargne à l'investissement de manière optimale.

---

<sup>2</sup> La monnaie externe représente la monnaie émise en contrepartie de l'endettement de l'Etat et de l'étranger (entrées de devises).

<sup>3</sup> La monnaie interne représente la monnaie émise en contrepartie de l'endettement des agents privés.

Dans leur approche, le lien entre le secteur financier et le secteur réel est clairement établi : c'est la diversification et la concurrence à l'intérieur même de la sphère financière qui va permettre l'approfondissement du lien entre les deux. En effet, le développement de la sphère financière permet de mobiliser l'épargne et favorise la concurrence et la diversification des institutions financières. Ce qui permet de répartir l'épargne de manière optimale face aux possibilités d'investissement.

**Dans une perspective historique, Gerschenkron (1962) étudie le rôle du système bancaire dans un contexte « d'économie arriérée »,** où les pays qui ont besoin d'un appareil financier plus fort sont ceux qui sont sous-développés et donc censés opérer un décollage économique. Son travail s'inscrit dans une vision schumpétérienne. En étudiant l'histoire de l'industrialisation d'un certain nombre de pays européens, l'auteur explique l'existence d'écarts de développement entre les pays étudiés principalement par les différences du système financier. Il constate que l'importance du secteur bancaire augmente avec le retard de l'économie et le degré de développement économique d'un pays au début du processus d'industrialisation détermine le rôle joué par ses banques. En Angleterre, la nation la plus avancée selon la typologie de l'auteur, le processus d'industrialisation n'a pas nécessité la présence d'intermédiaires financiers actifs. En revanche, l'Allemagne " pays moyennement en retard " s'est industrialisée plus tard au moment où les techniques de production étaient plus avancées, donc ce processus nécessitait des investissements et des compétences des chefs d'entreprises plus élevées. Dès lors, le système bancaire a dû fournir le capital et l'esprit d'entreprise nécessaires pour mener à bien le processus d'industrialisation. Quant à la Russie, considérée comme une économie bien plus en retard, tout l'appareil industriel était à bâtir, ce qui rendait nécessaire le recours à un secteur bancaire plus fort et une plus grande implication du gouvernement dans l'offre de capitaux.

Patrick (1966) porte une attention toute particulière à la profondeur du lien entre le développement financier et le développement économique. Ses travaux s'inscrivent en droite ligne de l'analyse de Schumpeter (1934) de l'innovation et de l'analyse de Gurley et Shaw (1960). Sa contribution est une synthèse entre les deux approches. Patrick est convaincu que le secteur financier joue un rôle d'impulsion dans le processus de croissance puisqu'il permet de financer efficacement des investissements qui incorporent des innovations technologiques plus élaborées. Le développement financier conduit également à une affectation optimale de l'épargne vers l'investissement par un mécanisme de marché. L'auteur suppose l'existence

d'une influence réciproque entre le développement de la sphère financière et réelle : le développement financier peut stimuler la croissance, mais il peut être aussi la conséquence du développement du secteur réel.

Patrick (1966) distingue deux étapes dans le développement économique d'un pays. Dans le premier stade, c'est le développement financier qui induit le développement économique. Dans ce cas, on est en présence de phénomène de "supply leading". Comme chez Schumpeter, le secteur financier – notamment grâce à la collecte de dépôts par les intermédiaires financiers – permet de mobiliser les ressources bloquées dans le secteur traditionnel peu productif, de les transférer au secteur moderne plus efficace et des investissements de grande échelle. Pour diminuer le risque de faillite des intermédiaires financiers que le transfert des ressources peut provoquer, le secteur financier doit continuer à financer le secteur traditionnel et ce transfert doit se faire progressivement. Patrick préconise même un soutien provisoire de l'Etat aux institutions financières sous forme de subventions pour assurer la viabilité du secteur financier.

Au fur et à mesure du développement économique, les marchés financiers se perfectionnent, ils deviennent plus liquides et donc moins risqués et le sens de causalité s'inverse comme chez Gurley et Shaw. C'est le développement économique qui engendre l'expansion du système financier. Il apparaît alors un phénomène de "demand-following" où la demande de financement et de services financiers entraîne le développement du secteur financier. Ce dernier satisfait d'une manière passive la demande qui s'adresse à lui et s'adapte aux besoins de financement du secteur réel de l'économie. Comme dans le premier stade, le rôle de l'Etat est important : il doit mener des politiques qui permettent le bon fonctionnement de l'économie de marché et éliminer les distorsions du mécanisme (inflation, fixation du taux d'intérêt) qui conduisent à une mauvaise réponse du système financier.

L'analyse de Patrick est fortement inspirée des travaux de Schumpeter (1934) et Gurley et Shaw (1960) dont elle constitue une synthèse et même de Gerschenkron (1962). En effet, l'hypothèse qui ressort de la contribution de Patrick est que le développement financier « incité par l'offre » est prédominant pendant les phases initiales de développement économique, alors que le développement financier « induit par la demande » devient dominant lorsque le processus de développement économique arrive à maturité.

Goldsmith (1969) s'attache à montrer que l'élargissement du système financier accélère la croissance et améliore les performances économiques. Autrement dit, le développement financier est perçu comme un facteur de développement. Son travail semble fortement s'inspirer là aussi de l'analyse de Gurley et Shaw (1960). Tout comme Gerschenkron (1962) et Cameron (1972), l'auteur a étudié dans une perspective historique, un certain nombre de pays qui diffèrent par leur structure financière (taille et diversité des instruments financiers et des institutions financières) ainsi que leur évolution dans le temps (apparition des différents instruments financiers, vitesse de pénétration dans les différents secteurs de l'économie et adaptation aux modifications de l'environnement économique). A partir de ces critères, il analyse l'impact du développement financier sur la croissance économique. Goldsmith établit une typologie des structures financières à l'aide de ratios financiers. Il utilise notamment, la valeur des actifs financiers relative au PNB (ratio d'interrelation financière (FIR)) pour mesurer le développement financier dans 35 pays sur la période 1860-1963 et trouve une corrélation positive entre le développement financier et le PNB par tête. Les résultats le conduisent à distinguer entre trois niveaux de développement financier :

- Dans le premier type de structure financière qui correspond à un FIR faible, de l'ordre de 0,2 à 0,5, une part faible des actifs financiers est détenue par les institutions financières. Les banques commerciales sont les institutions financières prédominantes. Selon l'auteur, c'est le type de structure qu'auraient connu la France et la Russie au début du XIX<sup>ème</sup> siècle, l'Afrique tropicale, le Moyen-Orient et l'Asie du Sud-Est au milieu des années soixante.
- Dans le second type de structure, l'Etat et les institutions financières jouent par contre un plus grand rôle. Par ailleurs, malgré son faible niveau, l'épargne financière existe. C'est la situation qui prévaut en Europe de l'Ouest jusqu'à la première guerre mondiale. L'Espagne, l'Amérique Latine, l'Inde et l'Egypte des années soixante.
- Enfin, la troisième catégorie de structure financière caractérise les pays développés avec un FIR proche ou supérieur à 1. Les institutions financières sont plus diversifiées et détiennent une grande part des actifs financiers. L'intermédiation est plus faible et le rôle accordé aux institutions financières de prévoyance et d'assurance est plus important.

Pour chacun de ces niveaux de développement financier, on observe un niveau de développement économique différent : plus la structure financière est complexe et diversifiée et plus le niveau de développement atteint par le pays sera élevé. Goldsmith conclut alors que le développement du système financier améliore les performances économiques.

Enfin, Cameron (1972), à travers une étude historique portant sur les Etats Unis, le Japon et un certain nombre de pays européens, met en lumière le rôle du développement financier dans la promotion de la croissance économique. Pour l'auteur, une des innovations institutionnelles les plus importantes dans le processus de développement économique est l'apparition du système bancaire. Ce dernier permet une meilleure allocation des ressources et constitue l'unique intermédiaire privé qui crée de la monnaie. Il favorise également le progrès technologique. Selon Cameron, le système bancaire a permis de financer la plus grande partie des innovations techniques. Toutefois, il est convaincu que le développement financier entraîne une croissance plus soutenue et qu'il est lui-même la conséquence de cette dernière. Cependant, tout comme Gerschenkron il affirme que le rôle joué par les intermédiaires financiers change avec le contexte qui caractérise chaque pays.

Cameron a essayé d'expliquer, dans une perspective historique les échecs et les succès des tentatives d'industrialisation d'un certain nombre de nations. Il distingue entre deux groupes de pays qui ont réussi leur processus d'industrialisation. Le premier groupe (Belgique, Ecosse et Russie, Japon et USA) s'est caractérisé par un développement rapide et par un modèle "supply leading" : c'est le développement de la sphère financière qui a entraîné le développement de la sphère réelle. Le deuxième groupe (Allemagne, Angleterre, France) par contre s'est caractérisé par un modèle "demande following". Pour l'auteur, si ces expériences se sont soldées par des résultats différents selon les pays c'est en grande partie à cause de l'attitude de l'Etat vis-à-vis du secteur bancaire. Ce dernier permet la formation du capital industriel et donc le développement économique si l'Etat assure l'existence de conditions financières et politiques minimales et se garde de toute intervention qui vise à le réprimer. En effet, dans les pays où l'Etat a contribué à la liberté et l'émergence de concurrence dans le secteur bancaire, les innovations financières se sont développées et le processus d'industrialisation a été rapide (Ecosse, Belgique, Allemagne). En Angleterre, malgré une législation pénalisante au départ, une réglementation permissive par la suite a entraîné des innovations financières et un développement rapide du secteur financier.

Les échecs des tentatives d'industrialisation (Espagne, Serbie) et les industrialisations incomplètes ou tardives (Autriche, Italie) seraient en partie dus à l'interventionnisme excessif des autorités qui aurait constitué un obstacle majeur pour l'industrialisation de ces pays. Par exemple, l'importance de l'endettement italien ou espagnol qui aurait conduit à une instabilité du système financier et le protectionnisme commercial exercé en Autriche.

L'analyse de Cameron s'inscrit dans une tradition schumpétérienne qui place la sphère financière au cœur du processus de développement économique : par leur activité de prêt et de crédit, les banques permettent la réalisation de projets d'investissement et stimulent donc la croissance économique. Pour l'auteur, dans une situation de concurrence pure et parfaite la contribution du système financier à la croissance est plus importante. Ainsi, Cameron met l'accent sur le rôle perturbateur que peut jouer l'Etat : ce dernier doit se garder de toute interférence qui nuit au développement de la sphère financière.

En définitive, malgré le manque d'un cadre théorique précis et clair et d'absence de validations statistiques des modèles élaborés, les contributions des précurseurs d'un développement financier propice à la croissance ont servi de socle à l'émergence d'une théorie du développement axée sur la finance : la libéralisation du secteur financier des contraintes causées par les politiques keynésiennes de répression financière constituent un remède pour régler les problèmes de sous-développement économique. Mais à l'inverse de Patrick par exemple pour qui, comme nous l'avons vu, le lien entre le développement de la sphère financière et la sphère réelle n'est pas univoque, les théoriciens de la libéralisation financière sont convaincus que c'est le développement de la sphère financière qui conduit au développement économique et non l'inverse. Cette orientation unidimensionnelle de la relation qui va du secteur financier vers la croissance économique reste souvent dominante jusqu'à l'heure actuelle. Pour cette raison, nous développons plus en détail cette approche car elle a imprégné et imprègne encore un grand nombre de politiques économiques.



### **3. L'ECOLE DE LIBERALISATION FINANCIERE**

Depuis les années 60 et les travaux de Gurley et Shaw (1960) et de Goldsmith (1960), les économistes se sont proposés de mettre en lumière un instrument théorique pertinent pour consolider l'idée d'un éventuel lien entre le développement de la sphère financière et le développement économique dans les PVD. Dans ce cadre, McKinnon (1973) et Shaw (1973) ont élaboré un modèle économique de développement pour les PVD où la dimension financière acquiert une importance majeure. Ce modèle préconise la libéralisation des secteurs financiers des contraintes causées par les politiques de répression financière qui risquent de confiner inmanquablement les pays qui les pratiquent dans des trappes de sous-développement. Ces thèses ont séduit les organisations internationales qui les ont mises en application dans un certain nombre de PVD. Dans ce cadre, cette section présente la thèse de libéralisation financière élaborée par McKinnon (1973) et Shaw (1973) les économistes fondateurs de la théorie de la répression financière ainsi que d'autres travaux qui ont enrichi cette approche. Cette section fait également part des différentes critiques adressées à cette école.

#### **3.1. Les fondements théoriques de la libéralisation financière**

Les années soixante-dix se caractérisent par une remise en question du consensus keynésien et l'émergence d'une approche néo-libérale plaidant pour la libéralisation financière. Cette approche trouve son essence dans les travaux de McKinnon (1973) et Shaw (1973) consacrés à la libéralisation financière. Ce changement au niveau de la vision globale affecte la perception du rôle du secteur financier dans l'accomplissement de la croissance économique. Le concept de développement financier prend alors une nouvelle envergure. Ce dernier est tout simplement synonyme de libéralisation et d'ouverture financière.

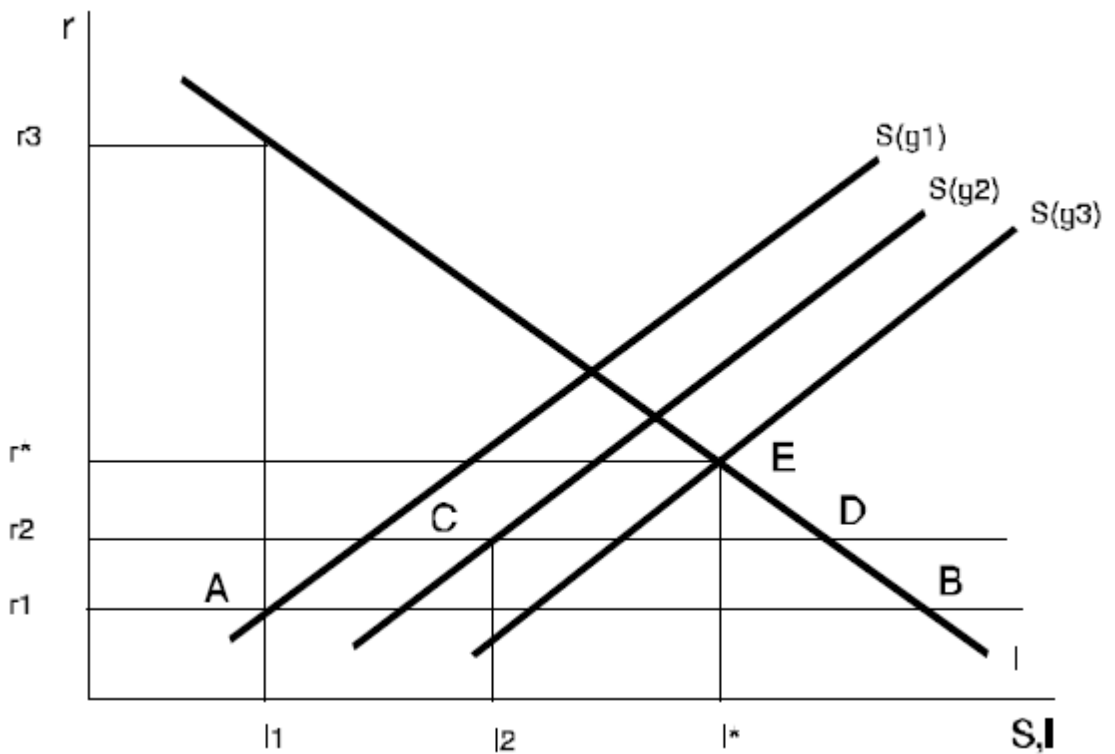
##### **3.1.1. Le socle commun de McKinnon et Shaw**

Les travaux respectifs de McKinnon (1973) et Shaw (1973), sont présentés dans la littérature économique sous la forme d'un socle commun. Le modèle commun qui synthétise les travaux de McKinnon et Shaw sur la libéralisation financière montre que la répression financière a une incidence négative sur l'épargne, l'investissement et la croissance économique. La détermination libre (par le marché) du taux d'intérêt de façon à refléter la rareté de l'épargne génère un taux d'intérêt réel positif qui accroît l'offre de fonds prêtables.

McKinnon (1973) et Shaw (1973) sont intimement convaincus que plusieurs pays en développement font peser des contraintes tellement fortes sur leurs appareils financiers que ces derniers sont incapables de se développer. La répression financière se caractérise par le plafonnement des taux d'intérêt (la fixation des taux d'intérêt nominaux en dessous de leur niveau d'équilibre de marché), les crédits dirigés, les taux élevés de réserves obligatoires, un niveau élevé d'inflation, le contrôle des changes et le renforcement de la présence de l'Etat dans le système financier à travers ses institutions. Elle trouve son origine dans la théorie de la croissance de la préférence pour la liquidité proposée par Keynes (1936). Ce dernier stipule que pour assurer le plein emploi, le niveau d'équilibre du taux d'intérêt doit être plus faible que celui du taux de préférence pour la liquidité. Pour ce faire, il faut veiller à maintenir les taux d'intérêt le plus bas possible pour stimuler l'investissement et éviter que les revenus ne baissent. Dans ces conditions, ces mesures de répression financière ne peuvent que causer selon McKinnon et Shaw de l'inflation combinée à un ralentissement de la croissance.

Etant donné les conséquences négatives de la répression financière, il apparaît impératif de lever les contraintes sur le secteur financier et de permettre à la sphère financière d'évoluer dans un environnement concurrentiel afin de promouvoir le développement économique. Les arguments développés par McKinnon (1973) et Shaw (1973) peuvent être illustrés par l'analyse graphique suivante :

**Figure 1: Les effets d'un accroissement du taux d'intérêt réel sur l'épargne, l'investissement et la croissance**



Source : Venet, 1996, p.34

Par construction, l'investissement (I) est une fonction décroissante du taux d'intérêt réel (r) et l'épargne (S) est une fonction croissante du taux de croissance du revenu national (g) – exogène dans le graphique – et du taux d'intérêt (r). On suppose également qu'en cas d'augmentation de ce dernier, l'effet substitution domine l'effet revenu.

Sur le graphique, chaque fonction d'épargne est représentée en fonction d'un certain taux de croissance de l'économie (g) et tout en supposant que  $g_1 < g_2 < g_3$ . Une augmentation du taux de croissance g de  $g_1$  à  $g_2$  entraîne une hausse du niveau de l'épargne de  $S(g_1)$  à  $S(g_2)$ . Les taux d'intérêt  $r_1$  et  $r_2$  correspondent à deux situations où le taux d'intérêt

réel est fixé en dessous de sa valeur d'équilibre de marché tel que :

$$r_1 < r_2 < r^*$$

Avec  $r^*$  : taux d'intérêt d'équilibre de laisser faire, ce taux permet l'égalité de l'épargne et de l'investissement,  $I^* = S^*$ .

On suppose que le taux de croissance initial de l'économie est  $g_1$ . Pour  $r_1$  (taux d'intérêt réel servi sur les dépôts bancaires), le niveau d'épargne qui est égale à  $I_1$  reste faible. Cette situation correspond à un excès de demande d'investissement par rapport à l'offre de crédit. Dans le cas où les banques pourraient fixer le taux réel débiteur au niveau désiré, alors celui-ci se fixerait en  $r_3$  et la marge dégagée pour le secteur bancaire ( $r_3 - r_1$ ) pourrait servir à financer des actions de concurrence non prix (ce sont les actions de concurrence en dehors de celles exercées à travers des prix : publicité, ouverture de nouvelles succursales, etc).

Cependant, l'administration à la baisse des taux d'intérêt réels (débiteurs et créditeurs) réduit l'épargne et de même l'investissement. En effet, en réduisant le coût de l'emprunt à  $r_1$ , l'épargne se fixe en  $I_1$ , ce qui permet un investissement de  $I_1$ , par conséquent, une partie de la demande d'investissement n'est pas satisfaite (segment  $[AB]$ ) à cause d'une épargne insuffisante alors qu'elle pourrait être rentable. Ce rationnement de crédit conduit les banques à adopter un comportement de prudence excessif, c'est-à-dire à ne financer que les projets peu risqués mais pas forcément plus rentables (Shaw suppose que les projets financiers auront un taux de rendement juste supérieur au taux d'intérêt réel  $r_1$ ). Ce comportement excessivement prudent peut trouver son origine dans l'absence de prime de risque – versée au secteur bancaire – nécessaire au financement des projets les plus risqués. Les banques peuvent instaurer des formes de rationnement hors-prix (bureaucratie, corruption). L'administration du taux d'intérêt réel créditeur incite les agents à investir dans les projets peu profitables qu'à détenir des dépôts bancaires.

Le passage de  $r_1$  à un taux supérieur  $r_2$  illustre le desserrement de la contrainte étatique sur le secteur bancaire. Cette hausse du taux d'intérêt permet d'accroître le niveau de l'épargne. Cet accroissement permet d'augmenter non seulement le volume mais également la qualité de l'investissement. En raison de leur faible rentabilité, les investissements dont le rendement est situé entre  $r_1$  et  $r_2$  ne seront pas financés. Ce qui entraîne un accroissement de l'efficacité moyenne des investissements. Ainsi, un taux de croissance de l'économie plus élevé sera observé. La hausse de ce taux permet de déplacer la fonction d'épargne vers  $S$  ( $g_2$ ). L'augmentation du taux d'intérêt permet de réduire l'insuffisance de l'épargne ( $[CD] < [AB]$ ), stimule l'investissement et accroît le revenu. Mais bien entendu, le segment ( $[CD] < [AB]$ ) représente la fraction de demande toujours insatisfaite. Pour que cette demande non satisfaite disparaisse, il faut éliminer le plafonnement à la baisse des taux d'intérêt de manière à ce que  $r$  se fixe en  $r^*$ . Dans ce cas, le taux de croissance de l'économie se fixe alors en  $g_3$ . Dans le

cadre d'une économie financièrement réprimée où les taux sont fixés au-dessous de leur valeur d'équilibre : l'épargne est faible (baisse des dépôts bancaires), l'investissement se fixe au-dessous de son niveau optimale et ne concerne que des projets à faible rentabilité et de faible qualité.

Dans ce contexte, la libéralisation financière parce qu'elle se traduit par une augmentation du taux d'intérêt, permet d'accroître le niveau de l'épargne (l'accumulation d'encaisses monétaires) et par la même la quantité et la qualité des investissements. Ce qui devrait permettre d'accroître l'intermédiation bancaire d'où une réduction des frais d'intermédiation entre prêteurs et emprunteurs grâce d'une part à la réalisation d'économie d'échelle par des prêts plus nombreux et plus importants et d'autre part par une meilleure diversification du risque.

Enfin, la libéralisation financière, en permettant le développement financier :

- encourage l'entrée des capitaux étrangers et réduit la fuite des capitaux domestiques ce qui entraîne un accroissement de l'épargne domestique.
- réduit le recours des agents au marché financier informel. Elle permet donc une intégration du marché domestique du capital en réduisant les écarts entre taux créditeurs et taux débiteurs du secteur financier officiel et les taux pratiqués sur le secteur informel.
- élargit et diversifie les marchés financiers, l'émergence d'institutions financières spécialisées et une plus grande diversification des produits financiers.

Ainsi, McKinnon et Shaw mettent l'accent sur le rôle primordial que peut jouer le taux d'intérêt dans l'accumulation du capital. Les deux auteurs plaident en faveur du relâchement des contraintes qui pèsent sur les intermédiaires financiers, la libéralisation des taux d'intérêt et l'ouverture du compte capital pour promouvoir le développement financier et donc améliorer la performance économique.

Les contributions de McKinnon et Shaw ont ouvert la voie à plusieurs auteurs qui ont tenté de développer et d'enrichir l'analyse de ces économistes au-delà de son champ d'origine. L'ensemble de ces auteurs forment, avec les deux économistes fondateurs, l'école de « libéralisation financière ». Le bref aperçu ci-dessous présente succinctement les travaux des disciples de McKinnon et Shaw.

### **3.1.2. L'enrichissement des thèses de McKinnon et Shaw**

A la suite de la publication des contributions de McKinnon (1973) et Shaw (1973), plusieurs auteurs convaincus du bien-fondé de la thèse néo-libérale élaborée par les deux économistes du consensus de Washington ont essayé d'approfondir et de compléter leur analyse. Ainsi, Karpur (1976), Galbis (1977) et Mathieson (1979) développent des modèles macro-économiques dans lesquels les pays répriment leurs sphères financières.

Karpur (1976) compte parmi les premiers auteurs qui ont essayé de développer et d'enrichir l'analyse de McKinnon et Shaw en l'intégrant dans un modèle dynamique. Son modèle justifie le bien-fondé de la libéralisation financière aussi bien sur le secteur réel que sur le secteur monétaire dans les économies où sévit la répression financière. Karpur (1976) développe un modèle dynamique de stabilisation des prix dans les pays qui accusent un retard de développement économique où le volume du crédit bancaire est la variable principale qui agit sur la croissance économique par son incidence favorable sur l'investissement. Ceci lui permet de démontrer qu'une augmentation du taux d'intérêt sur les dépôts a une incidence à court terme sur le revenu réel plus significative qu'une diminution du taux d'expansion monétaire. La contribution de Karpur (1976) montre que l'accroissement du taux d'intérêt nominal a une incidence favorable sur la réduction de l'inflation et la hausse du taux de croissance à court et long terme, notamment : i) par une baisse des anticipations d'inflation et donc une réduction du taux d'inflation qui a un impact favorable sur la croissance. ii) et une autre incidence indirecte qui entraîne un accroissement de la demande de monnaie et donc une augmentation de l'épargne.

Galbis (1977) montre quant à lui que la répression financière peut réduire l'efficacité moyenne de l'investissement globale. Ainsi, il propose un modèle où coexistent deux secteurs productifs : un secteur traditionnel où le rendement du capital est faible et les investissements sont autofinancés et un secteur moderne où le rendement du capital est plus élevé et les investissements sont financés par les banques à partir des dépôts. Dans ce modèle, Galbis (1977) montre que la libéralisation financière à travers la hausse des taux servis sur les dépôts entraîne un accroissement de la productivité moyenne de l'investissement étant donné qu'elle se traduit par un déplacement de l'épargne du secteur traditionnel vers le secteur moderne.

Mathieson (1979) quant à lui raisonne dans le cadre d'une économie ouverte. Son modèle de libéralisation financière tient compte des mouvements de flux financiers avec l'extérieur et des variations possibles du taux de change réel. La hausse des taux d'intérêt

réels peut s'accompagner par une entrée massive de capitaux propre à alimenter des pressions inflationnistes en particulier dans un régime de change fixe. Cette augmentation des prix réduit donc le niveau des taux d'intérêt réels, ce qui peut générer une nouvelle augmentation des taux nominaux. Pour empêcher un tel scénario, Mathieson (1979) suggère une forte dévaluation de la monnaie pour accompagner la politique de libéralisation financière. L'auteur pense que cette dévaluation peut limiter les entrées de capitaux, et donc l'augmentation non souhaitée des taux d'intérêt.

Les travaux de McKinnon et Shaw ont tracé la voie à un grand nombre d'auteurs qui se sont engagés à explorer la relation entre libéralisation financière et la croissance économique dans le cadre des modèles de la croissance endogène. Ces différentes contributions ont voulu confirmé que la libéralisation financière exerce un impact positif sur le développement financier et la croissance économique. Mais, la thèse de libéralisation financière élaborée par McKinnon et Shaw, peut-être en raison de sa simplicité et de son côté unidimensionnel, n'est pas sans poser de problèmes. Cette thèse a ainsi suscité d'intenses débats théoriques auprès de plusieurs écoles de pensée économique qui remettent largement en question les fondements mêmes du paradigme de la libéralisation financière. Compte tenu des enjeux de politique économique que ces thèses véhiculent, il est important d'examiner la robustesse de leurs hypothèses sur le fonctionnement des marchés. Cette étude fait l'objet de la section (3.2) qui suit.

### **3.2. Les critiques de la théorie de libéralisation financière**

L'échec des premières tentatives de libéralisation financière a sans doute terni la vision optimiste de la libéralisation financière et a favorisé l'éclosion de nouveaux courants de pensée –l'école de l'imperfection des marchés financières, les néo-structuralistes et une vision alternative de la politique des taux d'intérêt– qui proposent une analyse critique de la thèse de McKinnon et Shaw. Ainsi, comme l'affirme Dornbush et Reynoso (1989) : « *le paradigme de la répression financière semble constituer, par certains aspects, [...], une parcelle de vérité mais aussi une vaste exagération* » (Dornbush et Reynoso, 1989). C'est pourquoi nous présentons dans ce qui suit ce qui pourraient être les insuffisances de la thèse de libéralisation financière en rapport essentiellement avec la non prise en compte des imperfections qui règnent sur les marchés financiers, la négligence du dualisme entre finance formelle et finance

informelle ainsi que l'exclusion du rôle de l'Etat dans le fonctionnement du système financier. Les deux dernières critiques sont apportées par l'école néo-structuraliste.

### **3.2.1. Les imperfections des marchés financiers**

La première critique adressée à McKinnon et Shaw ainsi que leurs disciples est tournée vers les aspects micro-économiques de la libéralisation financière et concerne l'hypothèse d'information parfaite dans les marchés financiers. Cette thèse retient en effet l'hypothèse que les marchés financiers et en particulier le marché du crédit sont parfaitement concurrentiels impliquant une information parfaite des agents économiques. Ainsi, toute situation de rationnement de crédit provient des contraintes qui pèsent sur le secteur financier et en particulier, l'administration à la baisse des taux d'intérêt.

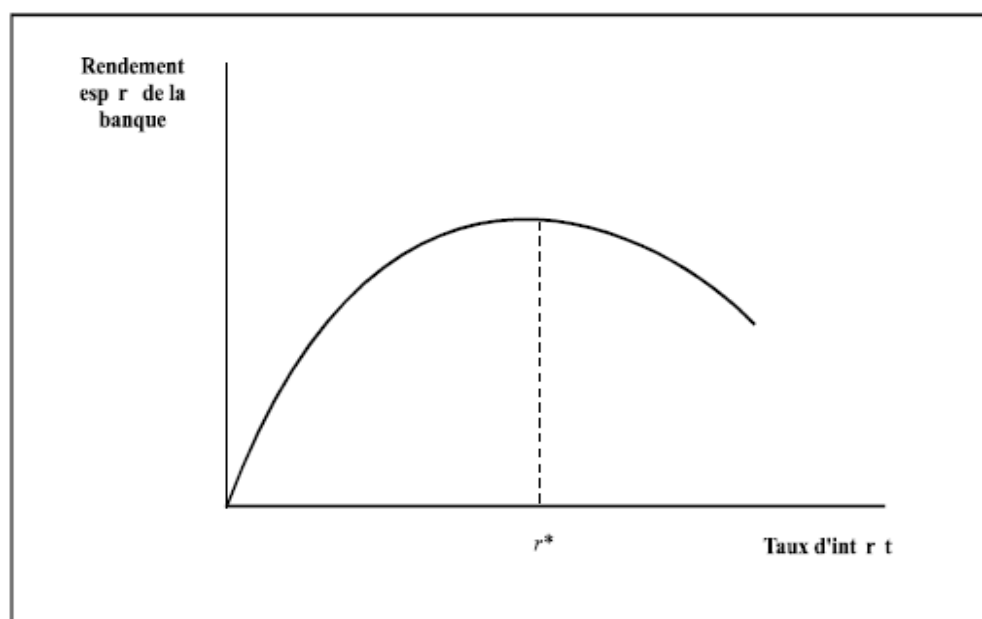
Stiglitz et Weiss (1981) ont remis en cause le bien-fondé de cette hypothèse en mettant en avant le fait observable que les marchés de crédit ne sont pas des marchés ordinaires et ne peuvent donc être mis sur le même pied d'égalité que les marchés de biens et services dans la mesure où s'y échangent des crédits contre des promesses de paiement dans le futur, le non-respect de cette promesse accroissant le risque lié à l'emprunt. Stiglitz et Weiss ont montré *qu'une situation de rationnement de crédit peut émerger de façon endogène*, même sur des marchés de crédit concurrentiels en dehors de toute intervention perturbatrice de l'Etat. Ce rationnement de crédit trouve son explication dans les imperfections naturelles des marchés financiers et en particulier des asymétries d'information entre les prêteurs et les emprunteurs.

Stiglitz et Weiss supposent que les intermédiaires financiers évoluent dans un environnement d'asymétrie d'information. Dans un tel environnement, si les taux d'intérêt sont fixés à leur niveau d'équilibre walrasien (c'est le taux qui permet de satisfaire toute demande excédentaire de crédit) l'équilibre ainsi atteint n'est pas optimal pour la banque dans la mesure où elle n'a pas intérêt à satisfaire la demande excédentaire de crédit. Donc, dans un environnement de sélection et d'incitation adverse, il existe un rationnement de crédit en dehors de toute intervention des autorités. Dans le cadre d'une politique de déréglementation financière, ces derniers en fixant le taux d'intérêt à son niveau d'équilibre walrasien font disparaître le rationnement de crédit mais en revanche dégrade la situation des intermédiaires financiers qui sont forcés d'octroyer des prêts aux agents les plus risqués. Ainsi, l'activité débitrice (offre de crédit) diminue, les recettes anticipées se détériorent et le profit marginal anticipé est négatif.



Dans leur modèle, une augmentation du taux d'intérêt entraîne un accroissement de la valeur critique du risque. Etant donné que le profit anticipé de la banque est une fonction décroissante du risque attaché au prêt (figure 2), un accroissement du taux d'intérêt au-delà du taux optimal réduit le profit anticipé par la banque car cela provoque d'une part un effet d'anti-sélection qui se traduit par le rejet des emprunteurs les moins risqués du système bancaire laissant place aux emprunteurs les plus risqués et d'autre part un effet d'incitation négative des entrepreneurs qui vont entreprendre des projets plus risqués et seront relativement peu sensibles à ne pas honorer leurs charges de crédit compte tenu du niveau élevé des taux d'intérêt. Par ailleurs, comme l'offre de crédit est une fonction croissante du profit de la banque, une diminution du profit incite cette dernière à réduire son offre de crédit. Cet effet négatif peut dominer les effets positifs directs de l'augmentation du taux d'intérêt sur les crédits. Toutefois, puisque le taux de profit commence à décroître à partir d'un certain niveau du taux d'intérêt, il est optimal pour la banque de ne pas dépasser ce taux et donc de fixer le taux d'intérêt en dessous du taux d'équilibre walrasien afin de conserver les clients les plus sûrs. En d'autres termes, la banque rationne les crédits de façon endogène.

**Figure 2 : Asymétrie d'information et rendement espéré de la banque**



Source : Stiglitz et Weiss, 1981, p. 394

La libéralisation financière parce qu'elle se traduit par la fixation du taux d'intérêt à son niveau d'équilibre walrasien permet de faire disparaître le rationnement du crédit mais ne permet pas d'atteindre une situation optimale pour les raisons suivantes :

- L'équilibre atteint n'est pas optimal pour les banques étant donné que le profit anticipé est moins élevé que le profit optimal.
- Les banques vont attirer les emprunteurs les plus risqués qui peuvent mettre en danger la stabilité du système financier.

Cette approche par l'imperfection de l'information a donné lieu à des développements importants. Ainsi, selon Cho, lorsqu'il existe des imperfections informationnelles sur le marché du crédit, la libéralisation financière à elle seule ne peut pas conduire à l'allocation optimale des ressources dans la mesure où les banques peuvent évincer de nouveaux investisseurs productifs perçus comme étant risqués. Ce phénomène décourage l'innovation et peut avoir un impact négatif sur la croissance économique. Dès lors, la meilleure stratégie pour les économies qui veulent s'engager dans un processus de déréglementation financière consiste dans un premier temps à contrôler le secteur bancaire afin d'empêcher la réalisation de problèmes d'anti-sélection et d'aléa moral et dans un deuxième temps de développer les marchés financiers qui épongeraient l'excédent des emprunteurs rejetés du marché bancaire en raison du risque élevé attaché à leur projet. Le développement des marchés d'actions peut réduire les problèmes d'asymétrie d'information et assurer une meilleure affectation du capital. A l'inverse du marché bancaire, ce type de financement ne crée pas de problème d'anti-sélection et d'aléa moral. Pour Cho, cette stratégie ne constitue qu'une stratégie de « second best ».

Plus que toute autre critique, la prise en compte des imperfections inhérentes aux marchés financiers a remis en cause la déréglementation financière. Ainsi, dans un contexte d'asymétrie d'information, les marchés du crédit ne peuvent pas être perçus comme des marchés walrasiens avec les implications de politique économique suivantes :

- Il est plus optimal pour les banques de fixer le taux d'intérêt en dessous du taux d'équilibre walrasien ;
- Si la levée de la répression financière est accompagnée par la mise en place d'un système de garantie de dépôts, les banques seront encouragées à accorder des prêts aux emprunteurs les plus risqués ce qui peut mettre en danger la stabilité macro-économique ;
- En vue de résoudre ces problèmes, l'intervention donc de l'Etat paraît légitime.

### 3.2.2. Le dualisme financier

L'école néo-structuraliste se développe à la suite de Taylor et en réaction aux résultats des premières vagues de libéralisation financière qui n'étaient pas à la hauteur des attentes. Les néo-structuralistes dressent ainsi une critique virulente contre l'école de libéralisation financière et jettent un sérieux doute sur la mise en œuvre des pratiques de libéralisation financière préconisées par McKinnon et Shaw dans les pays en développement. La première critique néo-structuraliste que nous présentons concerne la non prise en compte du dualisme entre la finance formelle et la finance informelle dans les pays en voie de développement. Ce dernier représente un des aspects structurels les plus caractéristiques et les importants des économies en voie de développement. Pour les fervents défenseurs de la libéralisation financière cependant, le secteur financier informel n'est qu'une entité passive en n'étant que la conséquence de la répression financière : « *ce dualisme financier n'est qu'un avatar de la répression financière et de la fragmentation de l'économie.* » (Venet, 1994, p. 9).

Cependant, les néo-structuralistes tentent de considérer le secteur financier dans sa globalité en intégrant le secteur financier non conventionnel dans l'analyse du lien entre la finance et la croissance économique. Ces derniers attribuent au secteur financier informel un rôle déterminant dans les pays en développement car il facilite les transactions entre les épargnants et les investisseurs. Loin d'être un frein pour la croissance économique, la finance non conventionnelle se retrouve alors au cœur du processus de développement économique des PVD. Dès lors, en s'appuyant sur une vision structurelle de l'économie, Taylor (1983), Van Winjbergen (1983) et Buffie (1984) remettent en cause le paradigme de la libéralisation financière, celle-ci ne pouvant qu'entraîner une contraction de la croissance économique.

Pour cela, en réaction aux thèses avancées par McKinnon et Shaw, les néo-structuralistes ont intégré dans leur analyse le secteur financier informel. Les prêts sur les marchés informels apparaissent donc comme une alternative aux dépôts bancaires. Ces prêts permettent de pallier aux insuffisances des services bancaires et contribuent donc au financement de l'accumulation du capital et de la croissance économique. Les néo-structuralistes attribuent une grande efficacité en termes d'allocation des ressources au secteur financier informel qui est considéré comme un facteur de croissance. Ils sont intimement convaincus de la supériorité de la finance informelle sur la finance formelle.

Le canal du taux d'intérêt : Pour les néo-structuralistes, la libéralisation financière qui se traduit par une augmentation du taux d'intérêt créditeur officiel ne peut conduire qu'à un ralentissement de la croissance car :

- l'augmentation du taux d'intérêt réel sur les dépôts entraîne un accroissement du coût du capital productif, ce qui conduit à une augmentation du niveau général des prix et à une hausse de l'investissement et engendre donc un ralentissement de la croissance.
- l'augmentation du taux d'intérêt peut réduire la demande d'encaisses monétaires, ce qui réduit l'offre de crédit sur le marché informel et conduit alors à une hausse du taux créditeur non officiel. Ce qui entraîne par la suite une réduction du taux d'investissement et du taux de croissance de la production.
- dans les pays en voie de développement, les volumes des crédits traités sur le marché informel sont supérieurs à ceux canalisés par le marché officiel. Selon Taylor, ces marchés sont « compétitifs et agiles » et sont plus efficaces que les banques commerciales dans les activités d'intermédiation.

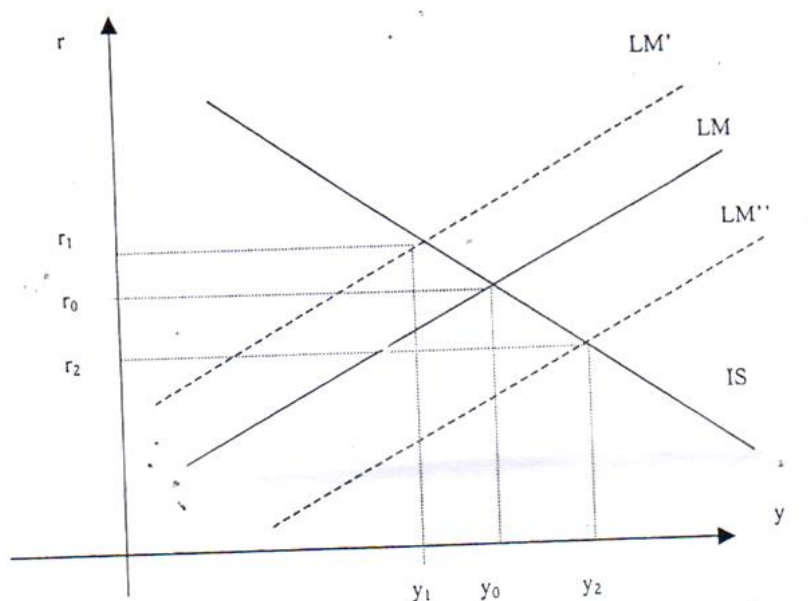
Le canal des réserves obligatoires : L'autre critique formulée par les néo-structuralistes à l'encontre de la libéralisation financière concerne surtout les réserves obligatoires. En effet, les réserves obligatoires auxquelles sont soumises les banques, qui représentent une certaine fraction des dépôts, n'existent pas dans le secteur financier informel. Ce dernier est plus efficace que le marché officiel car toute l'épargne qu'il capte est efficacement allouée aux projets d'investissement. Ainsi, les réserves obligatoires constituées par les banques représentent un obstacle à l'intermédiation financière car elles réduisent l'offre totale de crédit pour les entreprises. Ce qui peut nuire à la croissance. Ainsi pour les néo-structuralistes, les marchés informels sont plus efficaces que les banques commerciales dans les activités d'intermédiation car le secteur bancaire est supposé incapable de transformer la totalité de l'épargne en crédit.

Une formalisation de l'approche : Van Winjbergen (1983) développe un modèle où il existe deux marchés : le marché formel et le marché informel. Conformément à l'analyse de portefeuille de Tobin (1965) concernant la composition des ménages, ces derniers déterminent leur richesse sous forme de trois actifs substituables : la monnaie sous forme liquide (C), les dépôts bancaires à terme (A) et les prêts sur le marché informel (L). Ces trois actifs dépendent des variables suivantes : le taux d'inflation ( $\pi$ ), le taux d'intérêt nominal d'équilibre du

secteur informel ( $r$ ), le taux d'intérêt réel servi sur les dépôts à terme du secteur officiel ( $i$ ) et le revenu ( $y$ ).

Pour l'auteur, comme la libéralisation financière se traduit par une hausse du taux d'intérêt réel servi sur les dépôts, elle entraîne une augmentation de la demande de ce type d'actif.

**Figure 3 : Les effets sur LM du changement de composition des actifs**



Source : Chouchane-Verdier, 2001, p. 114.

Graphiquement, suite à la libéralisation financière et donc l'augmentation du taux d'intérêt servi sur les dépôts, on peut distinguer deux cas de figure :

- Les agents substituent principalement dans leur portefeuille les dépôts aux actifs du marché informel. L'offre de fonds prêtables diminue car une partie de l'accroissement des dépôts est affectée à la constitution de réserves obligatoires. Dans ce cas, LM se déplace vers le haut (LM'). L'excès de demande se traduit par une hausse du taux nominal sur le marché informel (passage de  $r_0$  à  $r_1$ ) et par une baisse du revenu (passage de  $y_0$  à  $y_1$ ).
- Les agents substituent principalement des dépôts à la détention d'encaisses monétaires. L'offre totale de crédit augmente et la courbe LM se déplace vers le bas (LM'') ce qui entraîne une baisse du taux d'intérêt sur le marché informel, une hausse de l'investissement et du revenu (passage de  $y_0$  à  $y_2$ ).

Pour les néo-structuralistes, c'est le premier effet qui l'emporte. L'impact sur LM d'une augmentation du taux d'intérêt réel servi sur les dépôts dépend du ratio des réserves obligatoires et des élasticités relatives des demandes de monnaie et d'actifs informels par rapport au taux d'intérêt sur les dépôts à terme.

*Les limites de l'approche* : L'analyse néo-structuraliste est fondée sur une moins grande efficacité du marché officiel par rapport au marché informel dans les activités d'intermédiation en raison des réserves constituées par le secteur bancaire. Ce dernier est incapable de transformer la totalité de l'épargne en crédit. La libéralisation financière bien qu'elle accroisse la taille du secteur officiel au détriment du marché informel, entraîne une baisse de l'offre totale de fonds disponibles pour le secteur productif ce qui affaiblit le taux de croissance économique.

Toutefois, plusieurs auteurs ont contesté le bien-fondé de la théorie néo-structuraliste. Ces auteurs estiment que celle-ci s'appuie sur deux hypothèses peu convaincantes : l'efficacité du secteur informel dans l'allocation des ressources et la constitution de réserves obligatoires par le secteur officiel.

En ce qui concerne l'efficacité du secteur informel dans l'allocation des ressources, plusieurs travaux empiriques, notamment ceux de Burkett (1989) remettent en cause cette idée en montrant que ce dernier est très fragmenté, peu efficace et d'une faible importance. De plus, sa contribution au financement de l'investissement privé reste faible.

Quant à la constitution de réserves obligatoires par le système bancaire, Change et Jung (1984) affirment que celles-ci améliorent l'intermédiation du secteur officiel. Le secteur informel doit lui aussi constituer des réserves pour faire face au risque de faillite. Pour Karpur (1992), ces réserves permettent au secteur informel de se protéger contre le risque de liquidité et lui permet d'être aussi sécurisé que le secteur officiel.

### **3.2.3. La nécessité de l'intervention gouvernementale**

La dernière critique adressée par les néo-structuralistes à l'école de McKinnon et Shaw de la libéralisation financière porte sur le rôle de l'Etat dans la sphère financière. Taylor (1983), Van Wijnbergen (1983), et Buffie (1984) recommandent aux pays en développement le maintien d'un certain degré de contrôle étatique sur l'appareil financier, tant que le climat institutionnel et politique ne leur permet pas d'amorcer un processus d'ouverture financière internationale. Contrairement à McKinnon et Shaw, pour qui l'intervention de l'Etat dans le

secteur financier est à proscrire car elle empêche l'allocation efficace des ressources financières, l'expérience des pays du Sud-Est asiatique, nouvellement industrialisés témoigne de l'importance d'exercer un certain contrôle gouvernemental afin d'améliorer le bien-être collectif. Ainsi, Diaz. Alejandro (1985) a montré que dans les pays d'Amérique Latine, l'abandon des contrôles gouvernementaux en absence d'un système de régulation performant a entraîné des effets pervers sur le plan de la croissance économique. Les économistes qui plaident en faveur du maintien d'un certain degré de répression financière, répression qu'ils jugent « optimale » affirment que l'imposition de contrôles spécifiques sur l'activité des marchés de capitaux, permet de corriger les dysfonctionnements susceptibles de se produire sur ce type de marchés, à baisser le coût dû des ressources financières pour les firmes qui souhaitent investir et en particulier améliorer la qualité des emprunteurs en évinçant les investisseurs risqués. En outre, si une politique de répression financière optimale est déployée parallèlement avec une stratégie de promotion des exportations, ou avec des politiques de crédits préférentiels, elle peut encourager et faciliter les transferts des flux financiers à des secteurs technologiques à valeur ajoutée élevée (Stiglitz, 1989, 1994).

Des travaux empiriques ont été réalisés afin de remettre en cause le paradigme de la libéralisation financière. Ainsi, Eichengreen et Leblang (2002) mettent l'accent sur le rôle des contrôles des flux financiers et leurs facultés à limiter les conséquences néfastes des crises engendrées par la libéralisation financière. A travers une étude sur 21 pays durant la période 1980-1997 ainsi qu'un autre groupe plus important de pays à partir de 1971, les auteurs concluent que l'effet net dépend du contexte spécifique : il est positif au cours des périodes d'instabilité financière, quand la faculté à « isoler » des contrôles des capitaux est précieuse, mais négatif en absence de crise et que l'effet direct (l'effet positif direct sur l'allocation des ressources et l'efficacité de leur utilisation) tend à l'emporter. Néanmoins, ils relativisent leur point de vue en considérant que la libéralisation n'est pas une « malédiction », que ses aspects positifs sont plus importants que ses inconvénients lorsque l'appareil financier interne et le système financier mondial ne contribuent pas au déclenchement des crises coûteuses et perturbatrices, et lorsque des seuils de développement financier et de développement institutionnel sont franchis.

Le deuxième courant critique de la libéralisation financière est celui du courant de la croissance endogène qui a donné une nouvelle envergure à l'étude du lien entre le secteur financier et la croissance économique.

## 4. LES INTERACTIONS ENTRE INSTITUTIONS FINANCIERES ET CROISSANCE DANS LES MODELES DE CROISSANCE ENDOGENE

Les théories de la croissance endogène ont imprimé un renouveau aux théories de la croissance et ont conduit à un regain d'intérêt pour l'étude de l'influence du développement financier sur la croissance économique. Ce nouveau courant de pensée va au-delà de la vision de McKinnon et Shaw qui préconisent l'élimination du plafonnement des taux d'intérêt, la réduction des réserves obligatoires et l'abolition des interventions publiques dans la sphère financière afin de promouvoir le développement financier et la croissance économique. Dans l'approche par la croissance endogène, le secteur financier se retrouve au centre de l'économie réelle avec de nombreuses fonctions que les modèles de croissance endogène intègrent dans leur analyse.

### 4.1. Les travaux théoriques

Un grand nombre de modèles de croissance endogène ont intégré dans leur cadre de modélisation la relation entre le système financier et la croissance économique. Il en est ainsi de Pagano (1993), de Greenwood et Jovanovic (1990), de Bencivenga et Smith (1991) et de Levine (1991). Compte tenu de l'importance de ces contributions, il nous est apparu utile d'en présenter les principales hypothèses ainsi que le cadre de formalisation.

#### 4.1.1. Le modèle de Pagano

Pagano (1993) a essayé de montrer l'impact positif du développement financier sur la croissance en formalisant cette approche avec un modèle  $AK^{\alpha}$  :

$$Y_t = A K_t \quad (1)$$

Où  $Y$ ,  $A$  et  $K$  représentent respectivement l'output, la productivité marginale du capital et le stock de capital. L'investissement est donné par l'équation suivante :

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

Où  $\delta$  représente le taux de dépréciation du capital.

---

<sup>4</sup> Sur ce modèle, voir Barro (1991). Une présentation de ce modèle dans le contexte des IDE se trouve dans Zatlá (2005).



Dans une économie fermée sans gouvernement, à l'équilibre l'épargne doit être égale à l'investissement. On suppose que seule une partie ( $\phi$ ) de l'épargne se transforme en investissement. La proportion ( $1-\phi$ ) qui reste est absorbée par les intermédiaires financiers pour couvrir les coûts de l'intermédiation (frais de services, commissions) et de la surveillance ainsi que la constitution de réserves obligatoires :

$$I_t = \phi S_t = \phi s Y_t \quad (3)$$

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

On peut déduire donc le taux croissance  $g$  :

$$g = \frac{\Delta Y}{Y} = A \phi s - \delta \quad (4)$$

Cette dernière équation permet alors d'identifier les trois canaux de transmission du développement financier à la croissance à long terme :

- Un accroissement de la proportion ( $\phi$ ) d'épargne transmise au financement de l'investissement, étant donnée que les intermédiaires financiers guidés par la recherche de profit s'efforcent à réduire leurs coûts. Selon Pagano (1993), la proportion ( $1-\phi$ ) de l'épargne perdue dans le processus d'intermédiation traduit l'inefficacité des intermédiaires financiers.

- Un accroissement de la productivité marginale du capital  $A$  : grâce à la collecte d'information et en incitant les investisseurs à choisir des projets plus risqués.

- Un accroissement du taux de l'épargne de l'économie  $s$ .

Ainsi, les intermédiaires financiers peuvent affecter à long terme le taux de croissance de l'économie à travers leur influence sur le coût de l'intermédiation de l'épargne, la productivité du capital et le niveau de l'épargne.

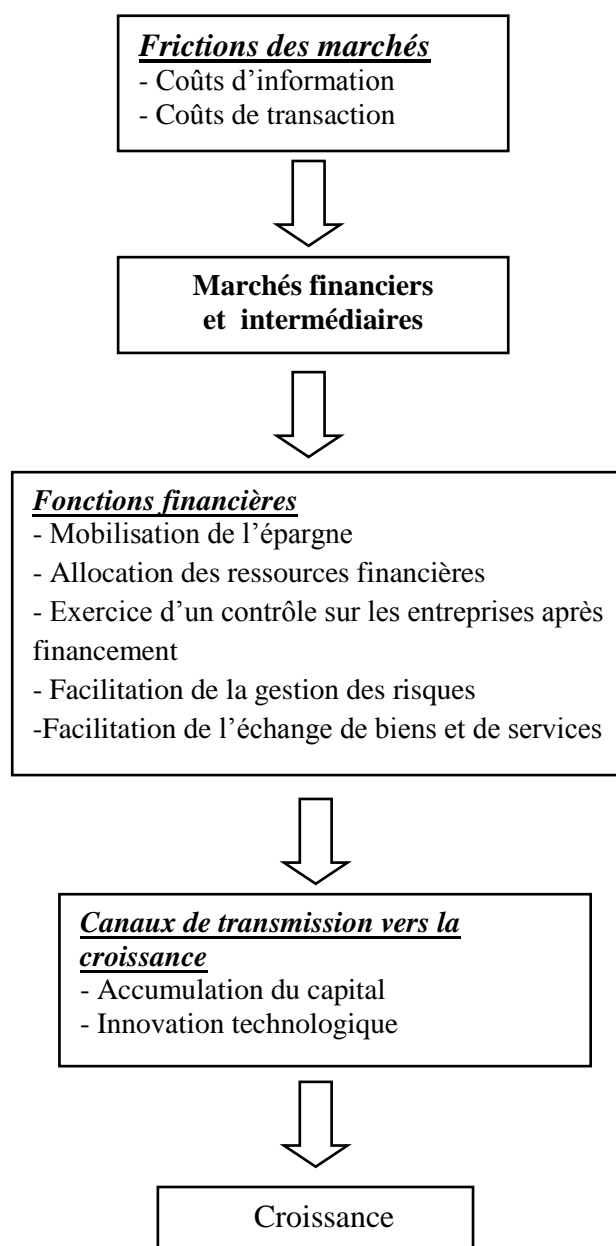
#### **4.1.2. L'approche fonctionnelle de l'intermédiation financière dans les approches par la croissance endogène**

Les développements théoriques réalisés par Levine (1997, 2004) dans le cadre des modèles d'endogénéisation de la croissance montrent que les intermédiaires financiers, grâce aux services qu'ils fournissent, permettent d'impulser la croissance via deux canaux : l'accumulation du capital et l'innovation technologique. La nouvelle littérature économique axée sur la finance prend du recul par rapport à l'hypothèse de concurrence pure et parfaite

sur les marchés financiers. Ainsi, Levine (1997, 2004) prend en compte dans son analyse l'asymétrie de l'information et les coûts d'établissements de transactions financières et d'acquisition d'informations. Ces frictions inhérentes au fonctionnement des marchés financiers, peuvent représenter un gaspillage de ressources financières et nuire par conséquent au fonctionnement de la sphère financière. De telles frictions motivent l'apparition des intermédiaires financiers qui assurent une meilleure allocation des ressources disponibles pour l'investissement, en raison de leur plus grande capacité à collecter l'information et à gérer les risques. Ainsi, Levine (1997, 2004) considère qu'un système financier se développe lorsque *« les instruments financiers, les marchés et les intermédiaires financiers réduisent, sans toutefois éliminer, les frictions inhérentes aux marchés financiers comme les coûts d'obtention de l'information et les coûts de transaction, permettant ainsi à l'appareil financier de mieux exercer ses fonctions »*.

Levine (1997, 2004) synthétise le cheminement théorique de son approche de la relation système financier-croissance économique à travers la représentation suivante :

**Figure 4 : Une approche théorique de la relation système financier et croissance**



*Source : Levine, 1997, p. 691*

Afin que le secteur financier puisse contribuer à la croissance, les intermédiaires financiers doivent assurer cinq fonctions identifiées par Levine (1997, 2004) :

***a. La facilitation de l'échange de biens et de services***

Le système financier facilite les échanges de biens et de services car il permet d'assurer le fonctionnement d'un système de paiement efficace, réduire les coûts de transactions et

d'accès à l'information associés à ces échanges et renforcer la monétarisation des économies. Son rôle se compare à celui de la monnaie, qu'il approfondit, notamment en facilitant les paiements et en apportant une dimension intertemporelle par l'accès au crédit. Ainsi, en facilitant l'échange de biens et de services, les intermédiaires financiers facilitent la spécialisation, l'efficacité productive, l'innovation technologique et la croissance. Ces effets positifs se font ressentir autant au niveau national qu'au niveau international, le développement des échanges ayant contribué à la mobilité des capitaux, qui, à son tour, nourrit la vigueur du commerce international.

### ***b. La mobilisation de l'épargne***

Les intermédiaires financiers attirent l'épargne par la réputation qu'ils acquièrent dans leur capacité à faire fructifier cette épargne. Ils collectent l'épargne des ménages en leur offrant des possibilités de dépôts, de diversification de leurs portefeuilles et d'investissements rentables, tout en assurant la liquidité de leur placement. Cette fonction affecte directement l'accumulation du capital, elle améliore l'allocation des ressources et permet de financer les innovations technologiques. En retour, la croissance économique se trouve affectée favorablement. Cependant, l'effet du développement financier sur l'épargne reste ambigu : en effet, il est théoriquement possible que la réduction des risques attachés aux placements réduise l'épargne de précaution. Il se peut aussi que la hausse de la rémunération de l'épargne diminue le volume d'épargne si l'effet revenu l'emporte sur l'effet substitution entre épargne et consommation

### ***c. L'acquisition d'informations sur les projets et l'allocation optimale des ressources***

L'acquisition d'une information concernant la profitabilité des projets d'investissement ainsi que le contrôle des entreprises impliquent des coûts élevés. En l'absence d'intermédiaire financier, ce coût est supporté par chaque investisseur. Sans information suffisante et de qualité, l'accumulation du capital peut s'avérer inefficace et compromettre par conséquent la croissance. Grâce à des économies d'échelle, l'intermédiaire financier réduit le coût d'acquisition de l'information et oriente l'épargne vers les projets les plus rentables. La réduction des coûts de l'information permet de transformer une plus grande part de l'épargne en investissements productifs, améliore l'allocation du capital et réduit les risques de défaillance. En retour, la croissance économique se trouve affectée favorablement.

***d. La surveillance des investissements et le contrôle sur la gestion des entreprises après le financement des projets***

En raison de l'asymétrie d'information, le dirigeant d'une entreprise peut être incité à gérer cette dernière dans son propre intérêt. Il peut même être tenté de manipuler l'information et de cacher alors la réalité sur le rendement réel de l'investissement. La longévité des relations entre banques et entreprises permet d'améliorer la qualité de l'information et réduire son coût d'acquisition, les dirigeants d'entreprise sont incités alors à maximiser la valeur de l'entreprise, ce qui améliore l'allocation des ressources.

***e. La protection contre le risque et le partage de celui-ci***

Ce véhicule de transmission de l'intermédiation financière vers la croissance a fait l'objet de nombreuses études. Nous nous intéresserons dans ce paragraphe plus précisément à la diminution du risque de liquidité et du risque technologique que peut entraîner la présence des intermédiaires financiers.

***Diminution du risque de liquidité :*** Le désir de liquidité des agents les conduit à préférer des placements liquides à des engagements plus ou moins irréversibles dans des projets d'investissement, même plus productifs. Une des fonctions fondamentales attribuée par ces modèles au système bancaire est de fournir des services de liquidité aux prêteurs, ainsi le système bancaire peut réduire le risque de liquidité (Bencivenga et Smith, 1991).

***Diminution du risque technologique :*** Greenwood et Jovanovic (1990), reprennent le modèle AK, où les épargnants possèdent une information imparfaite sur les caractéristiques des projets d'investissement. Les auteurs montrent que les intermédiaires financiers permettent la diversification technologique. Cette dernière favorise l'investissement dans des technologies plus productives mais plus risquées. En retour, la croissance économique se trouve affecter favorablement. Saint Paul (1992) élabore également un modèle théorique où les intermédiaires financiers permettent la diversification des risques technologiques et rendent plus attractive la spécialisation des investisseurs ce qui accroît le niveau de productivité.

Les deux types de risques précédents ont également été introduits par Levine (1991) dans un modèle de croissance endogène. Dans ce dernier, les agents sont sujets à un risque de liquidité représenté à l'aide de la fonction d'utilité de Diamond et Dybwig (1983) alors que la production quant à elle est exposée à un choc de productivité. Levine (1991) montre que le

retrait prématuré du capital réduit l'accumulation du capital physique et l'accumulation du capital humain, ce qui peut engendrer un ralentissement de la croissance. Grâce au développement des marchés financiers, le risque de productivité peut être diversifié.

## 4.2. Les travaux empiriques

Une des premières contributions à la validation empirique de la relation système financier-croissance économique est celle de King et Levine (1993b). A travers cette contribution, les auteurs ont essayé de remédier aux insuffisances révélées dans les travaux pionniers comme ceux de Goldsmith (1969). L'étude empirique de King et Levine (1993b) est basée sur des données en coupe transversale couvrant 80 pays sur la période 1960-1989. Les auteurs adoptent la méthodologie de Barro (1991) pour tester entre autre l'hypothèse de convergence du PIB sous contrôle des variables financières.

Quatre indicateurs de développement financier sont construits : le ratio de liquidité ; le ratio du crédit bancaire accordé par les banques commerciales sur l'ensemble du crédit domestique ; la part du crédit bancaire allouée aux entreprises privées par rapport à l'ensemble du crédit domestique ; la part du crédit accordé aux entreprises privées par rapport au PIB.

King et Levine trouvent une corrélation positive significative entre chacun des indicateurs de développement financier, la croissance à long terme, l'accumulation du capital et la croissance de la productivité. L'analyse de causalité montre aussi que la taille des intermédiaires financiers en 1960 permet de prédire la croissance, l'accumulation de capital et les gains de productivité. Les deux auteurs concluent également que la répression financière pénalise la croissance économique : les tests révèlent que les économies qui appliquent des taux d'intérêt bas (taux d'intérêts administrés) enregistrent une croissance faible. Toutefois, et tout en se basant sur les données de King et Levine (1993), Fernandez et Galetovic (1994) ont montré en revanche que la relation positive entre le développement financier et la croissance ne se vérifie plus lorsque l'on restreint leur échantillon uniquement aux pays de l'OCDE. Cela jette une ombre sur la robustesse de l'étude de King et Levine.

Dans le même cadre théorique, l'étude de Levine *et al* (2000) portant sur 74 pays de tous niveaux de développement couvrant la période (1960-1995) montre un lien positif fort entre le développement financier et la croissance économique. Ce lien résulte de l'effet du

développement financier sur la croissance de la productivité globale des facteurs plutôt que sur le volume de l'épargne et l'accumulation du capital. Pourtant, leurs travaux ont été soumis à controverse. En effet, d'après Andersen et Tarp (2003), la restriction de leur échantillon aux pays d'Afrique au Sud du Sahara et d'Amérique Latine ne permet pas de vérifier la relation positive entre le développement financier et le taux de croissance et pose là aussi la question de la robustesse des conclusions.

À travers une étude appliquée sur 100 pays portant sur la période 1960-1985, De Gregorio et Guidotti (1995) ont montré que le développement financier agit positivement sur la croissance économique en particulier dans les pays à revenus élevés. Cependant, lorsqu'ils considèrent uniquement 12 pays d'Amérique Latine sur la période 1950-1985, ces auteurs observent qu'au cours des décennies 1970 et 1980, la situation s'inverse. Les auteurs attribuent ce changement de régime aux dérives du système financier qui ont conduit à un ralentissement de la croissance. De ce fait, les auteurs suggèrent d'amorcer le processus d'ouverture financière avec prudence tout en s'équipant d'une structure régulatrice de libéralisation financière capable de réduire la probabilité d'occurrence des crises financières.

Nous remarquons à travers la littérature que la plupart des auteurs qui analysent les interactions entre le développement financier et la croissance économique rejoignent les idées de McKinnon (1973) et Shaw (1973) sur le rôle primordial de la finance dans le processus de développement économique, mais en particulier la nécessité de libéraliser l'appareil financier afin de profiter pleinement de ses effets positifs sur la croissance. Cependant, comme le remarque Béji (2009), un constat est à faire à ce niveau car il existe une « confusion » entre ces deux concepts dans le choix des indicateurs financiers, qui sont pour la majorité des indicateurs de libéralisation financière. Cela signifie-t-il pour autant que le développement financier ne peut se produire sans passer par la libéralisation et l'ouverture financières ? Les modèles d'imperfection des marchés et de prise en compte de l'informel notamment nous amènent à répondre comme nous l'avons vu par la négative.

## CONCLUSION

Le secteur financier est de nos jours au cœur de l'économie réelle. L'objet de ce chapitre était de retracer l'évolution des théories sur le rôle du secteur financier dans le processus de développement économique. Il ressort de ce chapitre que la théorie économique est dominée par la théorie de la libéralisation financière. Ses partisans préconisent la libéralisation financière comme voie de solution contre le sous-développement économique. Un constat est à faire à ce niveau : le concept de développement financier est synonyme de libéralisation financière. Cette vision économique réserve peu de place à l'interventionnisme étatique, la qualité institutionnelle, la régulation financière et les politiques graduelles. Dans cette thèse, nous adopterons une approche différente du courant théorique dominant qui assimile, tout simplement le développement financier à la dérégulation et à l'ouverture financière. Ainsi, nous montrons dans un deuxième chapitre que – selon la nouvelle approche de la finance dans un cadre de mobilité internationale de capitaux qui nourrit la fragilité financière – il est nécessaire de satisfaire des seuils de développement institutionnel, de stabilité macro-économique et d'ouverture commerciale, à partir desquels l'ouverture à la finance internationale semble apporter des avantages à un pays en termes de développement financier et de croissance économique.



**CHAPITRE II : DEVELOPPEMENT FINANCIER  
ET CROISSANCE ECONOMIQUE DANS UN  
CADRE DE MONDIALISATION FINANCIERE**

L'un des traits majeurs de la période contemporaine est sans doute l'évolution sans précédent de la finance à l'échelle planétaire. En effet, au cours de ces dernières décennies, l'économie mondiale a connu de profondes mutations financières. Les frontières financières internationales se sont progressivement réduites, ce qui a contribué à l'émergence, au sein de l'économie mondiale, d'une sphère financière globalisée qui ne cesse de prendre de l'ampleur.

Au début des années 90, les PVD se trouvaient confrontés à un défi de taille : Comment surmonter les obstacles au développement financier sans pour autant être pris dans les turbulences du système financier international ? Dans un tel contexte, le message clairement porté par la Banque mondiale (2001) et Rajan et Zingales (2003) était celui de l'ouverture à la finance internationale, des recommandations qui trouvent leur impulsion comme on l'a vu dans les travaux de McKinnon (1973) et Shaw (1973). Ce que l'on sait, c'est que la globalisation financière procure potentiellement aux pays qui y prennent part, et spécialement les PVD des avantages directs et indirects tant dans le domaine financier qu'économique. Cependant, le processus d'intégration des systèmes financiers des pays en développement dans l'économie mondiale reste foncièrement porteur de risque d'instabilité financière lorsqu'un certain nombre de préalables et de conditions aussi bien d'ordre économique qu'institutionnel, ne sont pas satisfaits.

Pour ces raisons, l'analyse appliquée n'a pas permis de trancher sur la question du signe de la relation entre le développement financier et économique. Celle-ci dresse un bilan assez mitigé. Ces résultats ambigus des vérifications empiriques sous-tendent l'idée selon laquelle l'effet positif de la mondialisation financière sur la croissance des pays émergents et en développement n'est pas automatique et pourrait être conditionné par certains seuils. Outre, la difficulté à exhiber empiriquement un lien clairement établi entre la globalisation financière et les performances économiques des PVD, plusieurs paradoxes ne manquent pas non plus d'apparaître notamment sur la direction des transferts internationaux de capitaux (Lucas, 1990) ou sur la croissance de long terme.

Dans ce deuxième chapitre, nous explorons la littérature consacrée au lien entre la libéralisation des systèmes financiers à l'échelle internationale et la croissance économique. Trois sections structurent ce chapitre. Nous commençons d'abord par définir les concepts de

globalisation et d'intégration financière et par présenter les indicateurs d'intégration financière internationale les plus utilisées dans les travaux empiriques (section 1). Dans la deuxième section, nous examinons les avantages directs et indirects ainsi que les inconvénients de l'intégration financière internationale sur la croissance économique des PVD. Nous examinons également l'existence d'un possible effet de seuil dans la relation entre l'ouverture financière et la croissance. Cette perspective constitue la nouvelle vision du développement financier dans un cadre de mobilité internationale de capitaux et qui est défendue dans cette thèse. Enfin, dans la dernière section, nous passons en revue les différents travaux empiriques consacrés à la relation entre la globalisation financière et la croissance économique.

# 1. DEFINITIONS DE L'INTEGRATION FINANCIERE INTERNATIONALE ET INDICATEURS DE MESURE

## 1.1. Globalisation et intégration financières

Dans la littérature économique, il existe parfois une différence entre les concepts de globalisation financière et d'intégration financière. La globalisation financière (ou la mondialisation financière) renvoie à la densification des liaisons entre les pays dans le monde à travers l'intensification des échanges de flux financiers entre eux alors que l'intégration financière désigne les liaisons individuelles d'un pays avec les marchés internationaux de capitaux (Prasad *et al*, 2003, p. 8). Pour Prasad *et al* (2003), il existe une forte interaction entre les concepts de mondialisation financière et d'intégration financière. Comme les concepts de mondialisation financière, de globalisation financière ou d'intégration financière sont intimement liés, nous ne ferons pas outre mesure de distinction entre eux.

La globalisation financière n'est pas un phénomène nouveau : « *Le monde de la fin du XIXème siècle ou au début du XXème siècle était, à bien égards, aussi globalisé que le monde dans lequel nous vivons* » (Rey, 2004, p.261). En effet, les échanges des flux de capitaux avaient à peu près la même ampleur relativement à la richesse mondiale. Ce mouvement a été freiné par les deux guerres mondiales et la crise de 1929. Il faut attendre les années 1970 et 1980 pour que la globalisation financière passe à un autre rythme d'évolution caractérisé selon Plihon (2004) par la montée en puissance de la finance à l'échelle planétaire qui constitue l'un des traits majeurs de la période contemporaine.

Comme nous l'avons vu, l'intégration financière est le processus par lequel les flux transfrontaliers de capitaux augmentent et les mouvements de marchés financiers se synchronisent. Dans la littérature empirique, plusieurs indicateurs du degré d'intégration d'une économie aux marchés financiers internationaux ont été développés. Ces indicateurs peuvent être classés en deux catégories, à savoir les mesures de jure ou mesures basées sur les règles, et les mesures de facto ou mesures basées sur les résultats. Ces mesures ainsi que le reste des indicateurs développés dans la littérature empirique sont résumés dans le tableau ci-dessous<sup>5</sup> :

---

<sup>5</sup> Pour une revue des différentes mesures d'ouverture financière voir Edison *et al* (2004), Eichengreen (2001), Prasad *et al* (2003), Kose *et al* (2006) et Azzabi (2012).

**Tableau 1: Tableau synthétique des différentes mesures du degré d'intégration financière internationale**

<b>Intitulé</b>	<b>Source</b>	<b>Description</b>	<b>Codification</b>	<b>Années</b>	<b>Echantillon de pays</b>
<b>1. Indice des restrictions du FMI</b>	Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change du FMI (ligne E.2).	Indicateur binaire mentionnant l'existence ou non de restrictions officielles sur les mouvements de capitaux étrangers.	0 (absence de restrictions) et 1 (présence de contrôles).	1967-1995.	117 pays entre 1976 et 1995 et 137 pays entre 1986 et 1995.
<b>2. Indicateur de pourcentage (Share)</b>	Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change du FMI (ligne E.2).	La proportion, sur une période donnée, des années au cours desquelles un pays a libéralisé son compte financier.	0 (présence de restrictions) et 1 (absence de contrôles).	1967-1995.	117 pays entre 1976 et 1995 et 137 pays entre 1986 et 1995.
<b>3. Indicateur d'intensité de Quinn</b>	Quinn (1997)	Construit à partir des descriptions détaillées contenues dans le rapport du FMI.	Valeur comprise entre 0 et 4, avec une gradation de 1/4.	Echantillon total: 1958, 1973, 1982 et 1988.	21 pays membres de l'OCDE et 43 pays non membre de l'OCDE.
<b>4. Indicateur de l'OCDE</b>	Code de libéralisation des mouvements de capitaux.	La part- dans les onze catégories de transactions internationales en capital définies par le code- de celles exemptes de contrôles.	Valeur comprise entre 0 (présence de restrictions) et 1 (absence de restrictions), avec une gradation de 1/11.	1986, 1988, 1990, 1993 et 1995.	21 Pays membres de l'OCDE.
<b>5. Indicateur de Montiel-Reinhart</b>	Montiel et Reinhart (1999)	Mesure de l'intensité des restrictions sur le compte financier.	0 (absence de restrictions) et 1 (légères restrictions) et 2 (restrictions sévères).	Entre 1990 et 1996.	15 pays émergents.
<b>6. Indicateur de Levine et Zervos</b>	Levine et Zervos (1998a)	Dates de libéralisation des marchés boursiers au sein des marchés émergents.	Variable dummy 0/1	Entre mai 1986 et décembre 1991.	11 pays émergents.
<b>7. Indicateur de Bekaert et al</b>	Bekaert <i>et al</i> (2001)	Dates de libéralisation des marchés boursiers au sein des marchés émergents et pays industrialisés.	Variable dummy 0/1.	Entre 1980 et 1997.	95 pays.
<b>8. Indicateur d'Edison et Warnok</b>	Edison et Warnok (2003)	Un moins le ratio de capitalisation boursière IFCI sur celle IFCG.	Valeur comprise entre 0 (complète ouverture) et 1 (complète fermeture).	à partir de 1988.	29 marchés émergents

<b>9. Indice de Chinn et Ito d'ouverture financière totale</b>	Chinn et Ito (2002, 2005)	Composante principale standardisée des quatre variables muettes rapportées dans le rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change du FMI (K <sub>1</sub> , K <sub>2</sub> , K <sub>3</sub> , K <sub>4</sub> ).	Des valeurs élevées de l'indice reflète une plus grande ouverture du système financier et inversement.	Entre 1970 et 2015.	plus de 182 pays développés et en développement
<b>10. Flux de capitaux internationaux</b>	Kraay (1998)	Mesure basée sur les flux effectifs de capitaux internationaux.	Ratio construit en pourcentage du PIB.		Tous les pays avec des statistiques de la balance de paiement.
<b>11. Stocks de capitaux internationaux</b>	Lane et Milesi-Ferretti (2001)	Mesure basée sur les stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs.	Ratio construit en pourcentage du PIB.	Entre 1970 et 2011.	189 pays développés et en développement.

Source : Azzabi, 2012, p.105

## 1.2. Indicateurs de jure d'intégration financière internationale

Afin de saisir le degré de participation des pays à la mondialisation financière, un ensemble de mesures de jure (ou mesures basées sur les règles) ont été construites. Ces indicateurs sont qualitatifs et reposent sur des règles. Les indicateurs du degré légal d'ouverture financière les plus employés dans les investigations empiriques sont : la mesure binaire du Fonds Monétaire International (FMI), l'indicateur Share, l'indicateur d'intensité des contrôles de Queen (1997) et l'indice de Chine et Ito d'ouverture financière (2008). D'autres mesures de jure alternatives ont été établies dont les plus importantes restent : l'indicateur de l'OCDE, l'indicateur d'intensité de Montiel et Reinhart (1999) et les mesures de libéralisation du marché boursier (Levine et Zervos, 1998 ; Bekaert *et al*, 2001 ; Edisson et Warnok, 2003, etc). Nous présentons dans ce qui suit uniquement les mesures qualitatives les plus utilisées dans la littérature empirique.

### 1.2.1. Indicateur de restrictions du FMI

Afin d'apprécier le niveau d'insertion des pays dans la finance globalisée, la plupart des analyses empiriques ont utilisé un indicateur basé sur les restrictions officielles appliquées par les autorités nationales sur les mouvements de capitaux internationaux communiquées au FMI. C'est une variable binaire basée sur les informations disponibles dans « le rapport

annuel sur les régimes et les restrictions de change » du FMI (ligne E2)<sup>6</sup> qui prend la valeur 1 en cas de maintien d'une politique de contrôle de capitaux et la valeur 0 sinon. Malgré la disponibilité des données relatives à cette mesure (plus de 100 pays entre 1967 et 1995) et sa simplicité, celle-ci présente certaines limites. Cet indicateur binaire mentionne tout simplement la présence ou non d'entraves à la libre circulation des capitaux, et ne fournit en revanche aucune information sur l'intensité des contrôles. Il ne distingue pas donc les contrôles rigoureusement administrés de ceux qui sont légèrement libéralisés. Cette variable binaire est aussi critiquée car celle-ci mesure uniquement les restrictions imposées aux résidents et ne tient pas compte des non-résidents.

### **1.2.2. Indicateur de pourcentage : indicateur Share**

Les informations contenues dans la ligne E2 du « Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change du FMI » ont été exploités par certains auteurs afin de construire un indicateur du degré d'ouverture financière appelé "Share" (Grilli et Milesi-Ferretti, 1995 ; Kraay, 1998 ; Edwards, 2001 ; O'Donnell, 2001 ; Edisson *et al*, 2004 ; Chanda, 2005 et Klein et Olivei, 2006). Cet indicateur de libéralisation du compte capital représente le pourcentage d'années, sur une période donnée, au cours desquelles le compte capital est ouvert. La principale limite de cette mesure selon Edisson *et al* (2004) est qu'elle pourrait refléter pour une même valeur, plusieurs schémas possibles de libéralisation financière externe. Edisson *et al* (2004) donnent l'exemple suivant : une valeur de l'indicateur Share égale à 0.5 (c'est à dire que le pays a ouvert sa sphère financière pendant 5 années sur une période de 10 ans) peut traduire une situation dans laquelle les frontières financières ont été ouvertes pendant les cinq premières années, les cinq dernières années, une année sur deux, ou selon d'autres possibilités d'alternance ouverture/fermeture. Dans le cadre d'une analyse dynamique, des politiques de libéralisation financière externe menées selon des périodes distincts peuvent ne pas avoir les mêmes implications.

### **1.2.3. Indicateur d'intensité de Quinn**

Quinn (1997) a construit une nouvelle mesure du degré d'insertion dans la finance mondialisée en se basant sur les données des transactions du compte capital publiées par le FMI dans son « Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change ». Contrairement à l'indice des restrictions du FMI, l'indice de Quinn présente l'avantage de tenir compte de

---

<sup>6</sup> La ligne E2, intitulée « Restrictions sur les paiements relatifs aux transactions en capital » traite directement l'existence (ou non) d'un contrôle de change.

l'ampleur des contrôles imposés aux opérations de capital. L'auteur fait la distinction entre le degré de restrictions imposées sur les recettes et ceux appliquées aux paiements du compte capital.

Pour chacune de ces deux catégories, la méthode d'affectation de points est tel que :

**-Le score '0'** mentionne la présence de restrictions quantitatives ou réglementaires interdisant complètement les transactions.

**-Le score '0.5'** signale l'existence de restrictions quantitatives ou réglementaires interdisant partiellement les transactions.

**-Le score '1'** indique l'imposition de taxes élevées sur les transactions.

**-Le score '1.5'** mentionne l'application de taxes moins sévères sur les transactions.

**-Le score '2'** signale que les transactions sont exemptes de toute restriction ou taxe.

Comme la mesure d'ouverture financière de Quinn correspond à la somme des notes attribuées aux deux catégories de contrôles, l'indicateur ainsi construit prend des valeurs entre 0 et 4. Malheureusement, l'indice de libéralisation du compte capital n'est disponible annuellement que de 1950 à 1997 pour 21 pays de l'OCDE et pour seulement quatre années (1958, 1973, 1982 et 1988) pour 43 pays non membres de l'OCDE. L'approche de Quinn a été critiquée par Brune *et al* (2001) qui lui reprochent de ne pas différencier les contrôles sur les entrées de capitaux de ceux sur les sorties de capitaux, ni les différents types de capitaux (investissements directs étrangers, investissements de portefeuille...). Enfin, Miniane (2004) affirme que l'indicateur de Quinn est une mesure imparfaite du degré réel de l'insertion financière internationale.

#### **1.2.4. Indice de Chinn et Ito d'ouverture financière totale**

Afin d'évaluer le niveau d'ouverture financière, Chinn et Ito (2008) ont établi un indicateur dynamique appelé «KAOPEN» en se basant sur une analyse en composante principale<sup>7</sup>. Il s'agit de l'un des indicateurs les plus souvent utilisés dans les travaux empiriques récents. L'indice «KAOPEN» présente l'avantage d'être disponible pour un grand nombre de pays sur une longue période. Dans la dernière mise à jour de 2015, il est

---

<sup>7</sup> Chinn et Ito (2008), « A new measure of financial openness », *Journal of Comparative Policy Analysis : Research and Practice*, Vol 10, n°3.



disponible pour 182 pays développés et en développement sur la période 1970-2015<sup>8</sup>. L'indice de Chinn et Ito peut être considéré comme un indicateur de contrôle de capitaux, car plus cet indicateur est élevé, plus le degré d'ouverture financière sera important, moins il y aura de contrôles de capitaux et vice versa. Il est construit à partir de quatre variables muettes binaires extraites du « Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change » du FMI :

**K<sub>1</sub>** : variable indiquant la présence de taux de change multiples ;

**K<sub>2</sub>** : variable traduisant l'existence de restrictions sur les transactions du compte courant ;

**K<sub>3</sub>** : variable relative aux restrictions sur les transactions du compte capital ;<sup>9</sup>

**K<sub>4</sub>** : variable indiquant l'obligation de rapatrier les revenus de l'exportation.

A l'inverse des autres mesures de jure du niveau d'insertion dans la finance globalisée, l'indicateur KAOPEN traduit la présence ou non de restrictions appliquées aux flux de capitaux franchissant la frontière d'un pays ainsi que leur ampleur.

Cependant, les mesures du degré légal d'ouverture financière présentent plusieurs limites selon Kose *et al* (2006) : premièrement, ces mesures ne traduisent pas nécessairement le degré effectif d'ouverture du compte capital étant donné qu'elles se fondent, en partie, sur les restrictions associées aux opérations de change. Celles-ci peuvent, en effet, n'avoir aucune incidence sur les flux de capitaux transfrontaliers. Deuxièmement, ces indicateurs ne prennent pas en compte le degré d'application des mesures de contrôle des capitaux (en d'autres termes, l'efficacité de leur application) qui peut varier au cours du temps et d'un pays à l'autre même si les restrictions légales ne changent pas<sup>10</sup>. Enfin, l'ensemble de ces mesures ne reflètent pas exactement le niveau d'insertion des pays dans la sphère financière mondiale. Certains pays qui appliquent des restrictions sévères sur les opérations du compte capital

---

<sup>8</sup> L'indice KAOPEN est disponible à l'adresse suivante : [http://web.pdx/~ito/Chinn-Ito\\_Website.htm](http://web.pdx/~ito/Chinn-Ito_Website.htm).

<sup>9</sup> Pour les contrôles sur les transactions en capital ( $k_3$ ), les auteurs calculent plus précisément la variable  $SHAREk_3$  qui est donnée par l'expression suivante :

$$SHAREk_{3,t} = (k_{3,t} + k_{3,t-1} + k_{3,t-2} + k_{3,t-3} + k_{3,t-4}) / 5$$

<sup>10</sup> Selon Edward (2005), durant la période 1992-1994 l'indicateur de restriction du FMI est le même pour le Chili, le Mexique et le Brésil alors que sur cette même période le Mexique avait un compte capital assez ouvert, le Brésil appliquait une série complexe de contrôle de capitaux et le Chili exerçait certaines restrictions sur les flux de court terme.

n'ont pas pu contrôler les mouvements de capitaux. La Chine par exemple malgré des mesures strictes de contrôles des flux financiers n'a pas pu freiner les entrées massives de capitaux de nature spéculative ces dernières années (Prasad et Wei, 2007). En revanche, certains pays qui ont officiellement ouvert leurs frontières financières ne semblent pas participer activement à la mondialisation financière. En effet, selon Prasad *et al* (2003, p.15), malgré le peu de contrôles imposés sur les flux de capitaux internationaux dans certains pays d'Afrique, ces derniers paraissent en réalité faiblement intégrés financièrement étant donné le faible volume des flux financiers franchissant leurs frontières financières « *c'est-à-dire une libéralisation sans intégration* ». <sup>11</sup>

### 1.3. Indicateur d'intégration de facto

Comme les mesures qualitatives présentées ci-dessus souffrent de certaines lacunes, plusieurs auteurs emploient des mesures basées sur les résultats<sup>12</sup>. Ces mesures dites de facto permettent d'apprécier le degré d'insertion des pays dans la sphère financière mondiale à partir des valeurs de certaines variables économiques (épargne, investissement, flux, stocks de capitaux internationaux). Elles prennent donc en compte les mesures d'ouverture financière réellement appliquées par les autorités gouvernementales plutôt que celles officiellement déclarées et communiquées au FMI.

Dans la littérature empirique, on retrouve trois groupes d'indicateurs quantitatifs : la corrélation épargne-investissement (Feldstein et Horioka, 1980), les différentiels des taux d'intérêt (Frankel, 1992) et ceux relatives aux flux (ou stocks) de capitaux transfrontaliers (Lane et Milesi-Feretti, 2001, 2007, 2011).

C'est ce dernier indicateur qui représente la mesure de facto la plus disponible et la plus employée dans les travaux empiriques récents. Pour Azzabi (2012), cet indicateur représente la meilleure mesure fondée sur les résultats du niveau de participation des pays à la mondialisation financière : « *Ces mesures offrent une caractérisation plus fine du niveau*

---

<sup>11</sup> Dans certains pays qui ont ouvert leurs frontières financières, le volume des flux financiers franchissant ces frontières reste faible à cause de leur éloignement des grands centres financiers que ce soit par distance physique ou les relations historiques (Loungani, Mody, and Razin, 2003).

<sup>12</sup> Selon Collin (2007), aussi bien les indicateurs basés sur les règles que les indicateurs fondés sur les résultats sont pertinents pour apprécier les effets de la globalisation financière. Toutefois, les mesures de facto peuvent se révéler plus endogènes, ce qui ne facilite pas la validation empirique.

*d'ouverture financière des pays à travers le monde* » (Azzabi, 2012, p.59). Elles prennent en considération non seulement les contrôles effectifs appliqués sur les entrées de capitaux mais également ceux appliqués aux sorties de capitaux. Elle rend compte également du degré d'ouverture des frontières d'un pays aux différents types de capitaux, notamment : l'investissement direct étranger, les investissements de portefeuille et l'endettement bancaire extérieur.

## **2. LA RELATION ENTRE LE DEVELOPPEMENT FINANCIER ET LA CROISSANCE ECONOMIQUE DANS UN CADRE DE MOBILITE INTERNATIONALE DES CAPITAUX**

L'idée de l'instauration d'un flux libre de capitaux à travers les frontières financières a émergé suite à la prise de conscience, par certains économistes et organisations internationales de l'existence d'obstacles de nature politique et institutionnelle qui ne permettent pas l'éclosion des systèmes financiers dans de bonnes conditions dans plusieurs PVD retardant de ce fait le processus de développement financier. Ces idées trouvent leurs racines dans les travaux de McKinnon (1973) et Shaw (1973) consacrés au développement financier. Dans la littérature économique, il semble y avoir un consensus en ce qui concerne les gains économiques du libre-échange pour les marchandises. En revanche, les travaux qui essaient de mettre en évidence les interactions entre la libéralisation de la finance internationale et la croissance économique sont plus contrastés. Ce que l'on sait, c'est que l'ouverture financière procure aux pays qui s'engagent dans un tel processus des gains directs et indirects en matière de développement financier et de développement économique. Néanmoins, le processus d'intégration des systèmes financiers des pays en développement dans l'économie internationale reste foncièrement porteur de risque d'instabilité financière lorsque des conditions nécessaires ne sont pas remplies. Dans cette section, nous présentons dans un premier temps l'approche théorique traditionnelle qui met en avant le rôle des avantages directs ou classiques à travers lesquels la libéralisation des marchés financiers à l'échelle planétaire permet le développement financier et économique dans un pays. Puis dans un second temps, nous nous intéressons à la nouvelle perspective du lien unissant l'ouverture financière et la croissance économique. Cette nouvelle vision met en lumière le rôle des avantages indirects à travers lesquels l'ouverture des frontières financières est susceptible de promouvoir le développement économique. Dans la présente section, nous montrons également que la théorie économique attribuée à la mondialisation financière un certain nombre d'inconvénients potentiels qui peuvent contrarier le développement financier et la croissance économique. Enfin, nous présentons la nouvelle approche qui a émergé dans la littérature, celle des seuils de développement dans la relation ouverture financière-croissance.

## **2.1. Les avantages directs de l'ouverture financière internationale**

L'insertion financière internationale peut apporter des gains directs importants dans le domaine de la finance dans les pays qui souhaitent suivre un tel itinéraire. Ces avantages sont: l'allocation internationale plus efficace des ressources financières qui permet d'améliorer la liquidité sur les marchés financiers et la baisse du coût du capital, la promotion du transfert managérial et technologique dans l'industrie financière, ainsi que le partage international du risque. Grâce à ces avantages, l'ouverture financière stimule l'investissement et permet la promotion de la croissance en particulier dans les pays en développement.

### **2.1.1. Meilleure allocation des ressources**

L'analyse économique néoclassique semble convaincue du caractère bénéfique de la globalisation financière. Elle justifie la mobilité des capitaux par ses effets escomptés sur l'affectation optimale des ressources financières à l'échelle de l'économie mondiale. Les pays disposant d'un taux d'épargne élevé ne sont plus contraints de l'investir dans l'économie nationale, et peuvent donc profiter d'opportunités d'investissement dans d'autres pays souffrant d'un manque d'épargne mais présentant des projets d'investissement à rendements plus élevés. L'idée de l'ouverture financière internationale peut être intéressante autant que profitable pour les deux groupes de pays : dans les pays où l'épargne est abondante, celle des particuliers est rémunérée à un taux plus élevé. Quant aux pays où les ressources nationales d'épargne sont insuffisantes, l'accès aux ressources financières a un impact favorable sur le niveau de l'investissement. Ce qui devrait engendrer un accroissement du niveau de l'emploi, du revenu et du taux de croissance économique. Les taux de rendements anticipés de l'investissement productif tendant ainsi à s'égaliser – en prenant en considération les différences de risques –, il y aura alors un transfert des flux financiers des pays industrialisés riches en capital vers les économies en développement pauvres en capital ; la loi des rendements décroissants va donc permettre un déplacement des mouvements de capitaux des pays développés vers les pays initialement les moins dotés en capital, ce qui devrait assurer une convergence accrue des niveaux de vie et des revenus par tête. En donnant accès à l'épargne mondiale, la mondialisation de la finance permet donc d'accélérer la convergence économique.

### **2.1.2. Transferts de technologie et de savoir-faire managérial**

L'ouverture financière devrait permettre aux institutions financières nationales de profiter des compétences techniques et de gestion importées par les institutions financières internationales et acquises de leurs expériences passées dans les métiers de la finance et de la banque (Goldberg, 2004). De sa part, Mishkin (2003) met l'accent sur le rôle que peut jouer l'entrée des institutions financières étrangères dans l'amélioration du dispositif relatif au contrôle prudentiel au sein de l'industrie bancaire domestique via la diffusion et l'adoption de techniques de gestion des risques dans les pays d'accueil déjà expérimentées avec succès dans les institutions étrangères.

L'implantation des banques étrangères devrait renforcer la concurrence, ce qui pourrait contribuer à réduire les contraintes de financement des projets innovants et donc favoriser l'investissement dans des technologies plus productives. Il s'en suit une dynamisation du processus d'accumulation technologique.

### **2.1.3. Diversification du risque**

La mondialisation financière peut exercer un impact favorable sur la croissance dans la mesure où elle permet aux investisseurs domestiques de mieux diversifier leur risque en leur offrant des opportunités de partage du risque avec les investisseurs étrangers et divers moyens de couverture. Ces possibilités plus grandes de diversification du risque encouragent les entreprises à investir plus, ce qui accélère la croissance. Un flux libre de capital à travers les frontières permet aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles titres sur les marchés mondiaux et donc une meilleure répartition des risques. Ainsi pour Maalel et El Kadhi (2004, p. 14), « *un titre financier est un échange de liquidité disponible dans le futur. Autrement dit c'est un échange de risque. La libre circulation des capitaux permet une mutualisation des risques* ». Selon Rey (2004), étant donné que les rendements sur les actifs financiers sont volatiles et donc incertains, l'insertion financière internationale permet aux investisseurs de limiter les risques liés à la détention d'un seul type d'actif en leur offrant la possibilité d'acquérir des actifs divers dans des pays différents. Ainsi pour Siroene (2008, p. 9), « *la diversification des portefeuilles, rendue possible par la diversification des produits financiers, permet ainsi un risque plus faible pour un rendement donné ou un rendement plus élevé pour un même niveau de risque* ».

Selon Prasad *et al* (2003), l'intégration financière peut doper la croissance à travers la réduction du coût du capital par une allocation optimale du risque à l'échelle planétaire. En effet, l'afflux de capitaux étrangers devrait accroître le volume des fonds prêtables et la liquidité des marchés boursiers du pays d'accueil. Il en résulte une baisse de la prime du risque sur les titres domestiques, ce qui contribue à baisser le coût du capital. En retour, l'investissement et donc la croissance s'en trouvent affectés favorablement.

La libéralisation des marchés financiers à l'échelle planétaire et les innovations financières permettent d'augmenter la résistance de l'économie face aux chocs grâce à une meilleure diversification du risque. La libre circulation des capitaux permet de se prémunir contre les chocs extérieurs menaçant le pays car elle offre aux investisseurs domestiques la possibilité de mutualiser d'une manière efficace leurs risques avec les investisseurs étrangers (Béji, 2009, p. 62). Eichengreen *et al* (1999) quant à eux affirment que les ménages et les entreprises en prêtant à l'étranger peuvent diversifier les risques liés aux perturbations susceptibles de toucher seulement leur propre économie. Ainsi, les entreprises peuvent s'assurer contre les coûts et les chocs de productivité en réalisant des investissements dans plusieurs pays. La mondialisation financière permet ainsi aux investisseurs de réaliser des taux de rendements corrigés du risque plus élevés. Ces derniers peuvent encourager l'épargne et l'investissement ce qui permet de doper la croissance.

L'accès aux marchés financiers internationaux permet aux pays de s'assurer contre les fluctuations du revenu national grâce à de meilleures opportunités de partage du risque macroéconomique. La mondialisation financière offre aux pays la possibilité d'accéder aux ressources financières à l'échelle internationale, ce qui permet de lisser leur consommation même en face de fluctuation du revenu. La libéralisation des marchés financiers à l'échelle planétaire devrait permettre aux pays de se prémunir contre les fluctuations du revenu national en réduisant la volatilité de la consommation agrégée et en déconnectant la consommation nationale des revenus nationaux. « *Comme les périodes d'embellie et de crise ne sont pas synchronisées entre les pays, les flux de capitaux peuvent, dans une certaine mesure, compenser la volatilité du revenu national des pays* » (Kose et Prasad, 2004, p. 50). Selon Prasad *et al* (2003), la capacité à réduire la volatilité de la consommation est considérée comme un déterminant important de la prospérité économique. Les pays ayant opté pour un flux libre de capital à travers leurs frontières sont en mesure de diversifier au mieux leurs risques en disposant d'opportunités de partage de risque macro-économique avec les autres

pays, ce qui permet de lisser la courbe de consommation. Ainsi, la mondialisation financière permet d'améliorer le bien-être en réduisant la volatilité de la consommation agrégée et surtout en isolant la consommation nationale des fluctuations des revenus nationaux.

## 2.2. Les avantages indirects de l'ouverture financière internationale

Outre les avantages classiques (directs) de la libéralisation financière externe présentés plus haut par rapport au développement financier et même au développement économique (approche théorique traditionnelle), l'ouverture financière internationale permet aux pays consentants un tel processus de profiter également d'avantages indirects si nous adoptons la terminologie de Kose *et al* (2007, 2006, 2009) afin de nourrir la croissance (nouvelle approche). Ces avantages indirects sont : le développement du système financier, l'amélioration de l'infrastructure institutionnelle et l'adoption de politiques macro-économiques plus disciplinés.

Ces dernières années, une nouvelle perspective de la relation entre la mondialisation financière et la croissance dans les pays émergents défendue par Kose *et al* (2003, 2006) a émergé dans la littérature économique mettant l'accent sur l'importance des canaux indirects à travers lesquels l'ouverture financière agit sur la croissance. Cette vision appuie l'idée selon laquelle les effets positifs de la mondialisation financière ne résident pas seulement dans les flux financiers directs eux même, mais plutôt dans ce qui provient de ces dits flux autrement dit ce qu'ils impliquent comme réformes et innovations. Selon Kose *et al* (2009), l'insertion dans la finance globalisée sert de catalyseur important pour un certain nombre d'avantages indirects baptisés « avantages collatéraux ». Ces avantages collatéraux alimentent la croissance en améliorant l'efficacité allocative des ressources (croissance de la productivité globale des facteurs 'PTF').

Dans leur travail, Kose *et al* (2007) essayent de mettre en évidence ce qu'ils considèrent comme la nouvelle perspective du lien unissant l'intégration financière et les performances économiques dans les pays émergents. Contrairement à l'approche traditionnelle qui met en avant les canaux directs par lesquels les flux de capitaux peuvent avoir un impact favorable sur le PIB et contribuer à rendre la consommation moins volatile, cette nouvelle approche met plutôt l'accent sur les canaux indirects par lesquels l'intégration financière peut selon les auteurs améliorer la croissance du PIB ou/et la productivité totale des facteurs (PTF) et



réduire la volatilité de la consommation. Plus précisément, l'insertion des pays dans la finance mondialisée leur permet de bénéficier de certains avantages non escomptés ('avantages collatéraux') mais pouvant affecter favorablement les variables précédentes. Toutefois, Kose *et al* (2007) affirment qu'ils ne rejettent nullement l'importance des canaux classiques mais leur rôle ayant reçu trop d'attention dans la littérature est sans doute exagéré.

Pour les auteurs, les flux de capitaux peuvent être à l'origine de nombreux avantages indirects qu'ils surnomment « avantages collatéraux » (collateral benefits) potentiels de l'intégration financière. Ces dernières consistent en l'impulsion des réformes et des innovations dans les pays d'accueil. Les avantages collatéraux sont ainsi baptisés par les auteurs, dans le sens où ce ne sont pas nécessairement les premiers bénéfices attendus par les pays qui désirent participer à la mondialisation financière<sup>13</sup> mais serait plutôt le résultat fatal engendré par ce processus. Pour Kose *et al* (2007), les avantages indirects induits par la globalisation financière peuvent être importants. Ces derniers sont l'épanouissement du système financier, le développement de la structure institutionnelle ainsi que la stimulation de bonnes politiques macro-économiques. Ces avantages collatéraux de l'ouverture financière internationale peuvent avoir un impact positif sur l'efficacité et donc la productivité globale des facteurs (Kose *et al*, 2007). Dans ce qui suit, nous allons nous intéresser de plus près aux différents avantages indirects de l'ouverture financière.

### **2.2.1. Le développement financier**

Pour plusieurs auteurs, l'intégration financière est essentielle dans la mesure où elle permet l'impulsion de la croissance grâce au développement du secteur financier. L'insertion dans la finance globalisée peut jouer un rôle important dans le développement du système financier dans la mesure où elle contribue à améliorer son efficacité à travers une meilleure allocation du capital vers les projets les plus rentables. Elle permet également d'accroître l'efficacité du secteur financier en intensifiant la concurrence et donc en réduisant les coûts de financement.

D'après Levine (1996), la libéralisation financière externe devrait favoriser le développement aussi bien des marchés financiers que des institutions financières. D'un côté, les flux internationaux de portefeuille doivent accroître la liquidité des marchés financiers

---

<sup>13</sup> Les principales motivations des pays à amorcer un processus d'ouverture financière étant les avantages présentées ci-dessus.

domestiques. De l'autre, l'augmentation de la part de participation étrangère dans les banques domestiques peut faciliter l'accès aux marchés financiers internationaux, elle serait également à l'origine de l'introduction d'une grande variété de nouveaux instruments et techniques financières ainsi que l'apparition d'améliorations technologiques sur les marchés intérieurs. Selon Caprio et Honohan (1999), la participation étrangère devrait contribuer à renforcer la régulation et la supervision des banques domestiques.

La présence des banques étrangères permet de renforcer la concurrence dans le secteur des prestations de services financiers, ce qui incite les institutions financières domestiques à fournir des services de meilleure qualité, encourager l'innovation, améliorer la productivité ainsi que l'efficience allocative des institutions financières. Par ailleurs, l'entrée d'entreprises étrangères quant à elle peut rendre les marchés d'action plus efficaces, ce que les faits paraissent corroborer (Kose *et al*, 2006).

### **2.2.2. Le développement institutionnel**

Un avantage majeur de l'intégration financière réside dans le fait que cette dernière peut accélérer la croissance économique en développant la structure institutionnelle qui prévaut à un moment donné dans une économie. Pour plusieurs auteurs, l'impulsion des réformes institutionnelles peut provenir de l'extérieur. Ainsi pour Mishkin (2006), l'ouverture financière internationale joue un rôle crucial dans la mise en œuvre des réformes institutionnelles dans les pays qui s'engagent dans un tel processus, ce qui peut affecter favorablement le développement financier. Pour l'auteur, cette dernière en autorisant de nouveaux intervenants étrangers à faire partie du paysage bancaire et financier local et en ouvrant les marchés financiers domestiques aux capitaux étrangers entraîne un accroissement des pressions concurrentielles sur les institutions financières domestiques. Cette intensification de la concurrence engendre la diminution du rendement de leurs opérations traditionnelles et le transfert de nombreux clients importants vers les institutions financières étrangères ayant des filiales locales. Subissant une baisse de leurs opérations et de leurs ressources, les institutions financières domestiques vont tenter de compenser cette érosion en cherchant de nouveaux clients profitables. Ce qui accroît ainsi leur incitation à investir en information dans la mesure où celle-ci permet de mieux contrôler les éventuels emprunteurs et de réduire les risques de crédit.

Dans un tel environnement, les institutions financières nationales soutiendront alors les réformes institutionnelles telles que l'amélioration des normes comptables, des systèmes de

dissimulation des informations financières ainsi que le cadre légal qui régit les faillites et les garanties. Pour Mishkin (2006), dans les pays ayant amorcé un processus d'ouverture et d'intégration de leurs systèmes financiers aux systèmes de financement internationaux, les institutions financières domestiques seront favorables aux réformes légales dans la mesure où celles-ci permettent d'améliorer leurs profits et de renforcer également leurs droits de propriétés, ce qui a un effet positif direct sur l'investissement.

Selon Kose *et al* (2007) et Prasad et Rajan (2008), les résultats des travaux appliqués montrent que l'internationalisation de la finance a incité quelques pays à réorganiser leurs structures de gouvernance d'entreprise pour pouvoir résister à la concurrence internationale et satisfaire les investisseurs étrangers. De plus, selon ces auteurs, les investissements directs des pays disposant d'une véritable réglementation et surveillance bancaire de leurs appareils financiers en direction des pays émergents peuvent contribuer au développement de la structure institutionnelle et la gouvernance dans ces pays d'accueil (Kose *et al*, 2007 ; Prasad et Rajan, 2008).

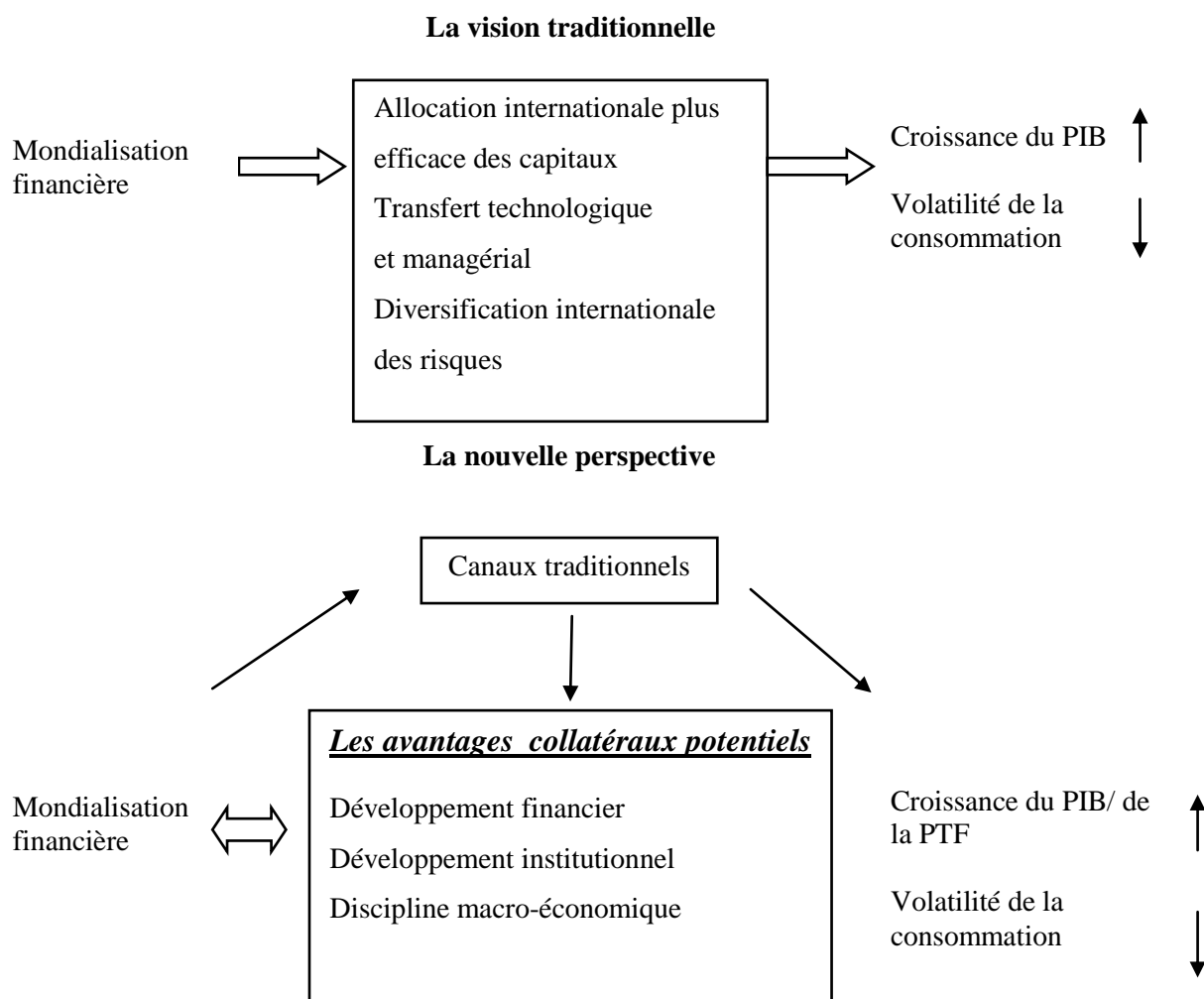
### **2.2.3. La stimulation de bonnes politiques macro-économiques**

L'intégration financière peut affecter favorablement la croissance grâce à l'effet de discipline autrement dit en incitant les gouvernements à adopter des politiques macro-économiques cohérentes et crédibles. Pour Kose et Prasad (2004, p. 50), « *La libéralisation du compte capital peut en outre être vue comme un signe de l'attachement du pays à une politique économique* ». Comme la libéralisation des mouvements de capitaux peut comporter un risque de retournement brutal de la balance des capitaux, la libéralisation financière externe peut donc être perçue comme le signe de l'engagement du gouvernement dans des politiques macro-économiques plus saines de façon à limiter les risques de retraits brusques des capitaux et d'atténuer les effets pervers qui les accompagnent (Kose *et al*, 2007). Dans les pays ayant amorcé un processus de libéralisation financière externe, si les investisseurs intérieurs et étrangers ont le sentiment que le cadre de la politique économique du pays hôte est en train de se dégrader, cette situation peut provoquer des retraits soudains des capitaux investis dans le pays. De ce fait, l'intégration financière pousse les autorités en place à adopter et maintenir des politiques saines favorisant des taux de croissance de long terme plus élevés (Kose et Prasad, 2004). Ainsi, la libéralisation du compte capital peut être perçue comme un signal positif pour les investisseurs étrangers qui montre que le cadre politique va être plus accueillant pour leurs investissements (Bartolin et Drazen, 1997 ; Michalet, 1999).

L'ouverture financière peut accroître la productivité d'un pays en produisant un effet de discipline étant donné que plus de discipline permet une réallocation de l'épargne vers les emplois les plus productifs. Gournichas et Jeanne (2005) ont étudié l'effet de discipline de l'intégration financière internationale à partir d'un modèle théorique. Pour les auteurs, en autarcie financière, les autorités auraient tendance à instaurer une taxe rédhibitoire sur le capital physique, ce qui pourrait décourager l'investissement et ralentir la croissance économique. La libéralisation financière externe en revanche peut inciter les pays à adopter des politiques macro-économiques plus disciplinées. Ces derniers seront forcés d'assouplir leur fiscalité et donc diminuer la taxe sur le capital s'ils souhaitent encourager l'entrée des capitaux étrangers. Il s'en suit alors une réallocation de l'épargne vers les emplois les plus productifs.

Kose *et al* (2007) illustrent la différence entre la vision traditionnelle et la nouvelle perspective de la relation entre la globalisation financière et la croissance en se servant de la représentation graphique ci-dessous :

**Figure 5 : La différence entre la vision traditionnelle et la nouvelle perspective de la relation entre l'ouverture financière internationale et la croissance économique**



Les entrées de capitaux, plus qu'une réponse à la rareté relative de l'épargne, constitueraient un catalyseur des transformations en cours dans de nombreux domaines. En effet, en exposant les pays hôtes à plus de risque et à de nouvelles contraintes, la libéralisation du compte capital nécessite donc plus de précaution et plus de prudence et oblige les pays qui ont décidé de suivre cet itinéraire à plus de discipline et de rigueur (renforcement de la surveillance et de la réglementation prudentielle, plus de transparence sur les marchés d'actifs, crédibilité des politiques monétaires ou des régimes de change, amélioration de la qualité des infrastructures) ainsi que le maintien des efforts nécessaires à la poursuite des réformes internes. L'ouverture financière internationale pourrait jouer un rôle crucial dans la mise en œuvre des réformes dans les pays qui s'engagent dans un tel processus étant donné que les institutions financières domestiques seront en général plus favorables aux réformes institutionnelles, financières et macro-économiques.

## 2.3. Les inconvénients de l'ouverture financière internationale

La théorie économique ne peint certes pas l'ouverture financière qu'en rose. Elle lui attribue un certain nombre d'inconvénients potentiels qui peuvent gêner la croissance économique. En effet, la montée en puissance de la finance à l'échelle planétaire est à même d'accroître la vulnérabilité des pays aux crises financières. Elle peut aussi contribuer à la propagation internationale des secousses financières et elle rend également plus aisée la piraterie financière.

### 2.3.1. Les crises financières

L'insertion financière internationale par le biais de la libéralisation et de l'ouverture financière peut être à l'origine de graves dysfonctionnements en termes de stabilité, ce qu'atteste la prolifération des crises bancaires et financières. Ces crises peuvent conduire à la dégradation de la sphère réelle et au ralentissement de la croissance. Les crises financières constituent une importante source de dysfonctionnement de l'économie mondiale directement liées à une libéralisation excessive de la finance internationale. Pour Rey (2004), dès l'instant où un pays ouvre ses frontières financières aux capitaux étrangers, il s'expose à la volatilité des flux financiers et au risque d'hémorragie soudaine de capitaux et donc peut sombrer dans de graves crises financières pouvant prendre même un caractère dramatique. Pour l'auteur, « *Les crises financières se définissent comme des épisodes de fuites de capitaux brutales, ayant des conséquences catastrophiques pour l'économie du pays considéré. Elles peuvent s'accompagner d'une dévaluation massive de la monnaie locale et d'une implosion du système bancaire* » (Rey, 2004, p. 267). Ainsi pour Béji (2009, p. 65), « *Les racines des crises financières remontent assez souvent aux premières années où les pays entreprennent la libéralisation financière externe* ». En effet, les crises financières peuvent survenir à la suite de la levée de la répression financière et l'ouverture des frontières aux capitaux étrangers. Dans ce nouvel environnement, les intermédiaires financiers sont donc libres de prêter aux taux du marché et d'emprunter à l'étranger, ce qui accroît la vulnérabilité aux crises. En outre, la plupart des grandes crises dans l'histoire financière sont l'aboutissement d'un épisode euphorique précédant les crashes. Au cours des premières phases du processus de libéralisation financière externe, les fondamentaux économiques des pays consentant l'ouverture financière sont toujours robustes: disponibilité des fonds prêtables, taux élevés de croissance, inflation maîtrisée, etc. Or, ces phases d'euphorie dissimulent toujours des dysfonctionnements compromettants, comme l'existence d'importants déficits budgétaires (Béji). Mais selon Béji

(2009, p. 65), « *c'est la mauvaise gestion de l'ouverture financière internationale qui fait suite à la phase de l'euphorie générale, qui représente la cause principale de la survenue de crises financiers* ».

La libéralisation des systèmes financiers à l'échelle globale accroît d'une manière significative l'incitation à la prise de risque en raison de l'arrivée d'innovations financières importées des marchés développés et des banques étrangères. Confrontées à la diminution de la rentabilité de leurs opérations habituelles, les banques nationales tentent de compenser cette érosion en augmentant les opérations spéculatives à rendement élevé. En absence d'une véritable surveillance prudentielle, le comportement trop risqué des banques conduit à l'émergence de bulles spéculatives. Ce qui peut entraîner des défaillances bancaires et des crises financières.

Pour Béji (2009), afin de compenser la perte des parts de marché à la suite de l'ouverture des frontières financières, les banques nationales sont davantage incitées à octroyer des prêts sans prendre en considération la qualité des emprunteurs. En plus d'avoir accordé des prêts d'une manière aléatoire et peu étudiée, les banques ont également distribué des crédits à des entreprises qui exerçaient dans des secteurs peu connus par les banquiers. Ces derniers manquaient de l'expérience nécessaire pour gérer de nouveaux risques survenus après l'ouverture financière, et pour faire face au boom de crédit (dont ils étaient les responsables) qui s'est produit après la libéralisation financière externe (Béji, 2009). Dans ces conditions, la bulle financière commence donc son implosion.

Dans les pays émergents où les banques et le système financier sont mal contrôlés par des dispositifs de surveillance prudentielle inadaptés, ces prises de risque excessives ont pour conséquence la dégradation de la santé financière des banques. Cette fragilité forme l'un des premiers symptômes du désordre et de crise du système bancaire.

Dans un système financier fragilisé et dans un tel contexte, la fonction primordiale des banques qui est l'octroi de prêt, devient quasi-impossible. L'étranglement du crédit contraint alors les ménages à réduire leur consommation et les entreprises à réduire leurs investissements. Il s'en suit une baisse de la production à court terme. La contraction de l'activité économique peut alors conduire à la récession.

### 2.3.2. La contagion financière

Les crises émergentes des années quatre-vingt-dix ont été marquées par des phénomènes de contagion sur les marchés financiers de plusieurs économies prenant parfois un caractère dramatique et même mystérieux : « *La contagion est un des traits marquants des crises financières des années quatre-vingt-dix, le plus énigmatique aussi et le plus dangereux pour la croissance et la stabilité des relations internationales* » (Boyer *et al*, 2004, p. 33). La propagation des secousses financières n'est pas un phénomène nouveau, néanmoins l'effet de contagion est devenu plus critique depuis quelques années du fait de la connexion et l'interdépendance croissante des systèmes financiers à travers la planète. En effet, l'accélération du processus de globalisation financière à travers l'intensification des liaisons financières à l'échelle planétaire rend plus vulnérable les économies à la contagion en augmentant les risques de propagation de chocs à l'échelle internationale.

De manière plus générale, la contagion fait référence à l'extension des perturbations des marchés financiers d'un pays vers les marchés financiers d'autres pays. Le concept de contagion des crises financières est complexe. La contagion ne fait pas encore l'objet d'une définition unique. Traditionnellement, on oppose la contagion basée sur les fondamentaux résultant d'une interdépendance entre les marchés (Kaminsky et Reinhart, 2000 ; Calvo et Reinhart, 1996) à la contagion pure / psychologique qui met en jeu le comportement des investisseurs (Masson, 1998, 1999)<sup>14</sup>.

Les transmissions internationales des turbulences financières représentent des phénomènes complexes. La contagion peut par exemple se transmettre à des économies ayant des fondamentaux économiques sains ou des liens commerciaux et financiers limités avec les pays où la crise s'est déclenchée. Ce phénomène prend en général la forme de fuite massive de capitaux, de pressions sur les taux de change, d'une hausse des taux d'intérêt, d'une augmentation de la volatilité des marchés, d'une chute des valeurs boursières ; qui peut faire baisser la crédibilité d'une monnaie nationale.

---

<sup>14</sup> Fobes et Rigobon (2002) font également référence à la shift contagion. Cette dernière est définie comme une augmentation significative des liens entre les marchés après un choc dans un pays (ou un groupe de pays). Boyer *et al* (2004, p. 37) définissent la shift contagion comme « une augmentation brutale de l'interdépendance financière des économies. Elle est mesurée par l'augmentation exceptionnelle de la corrélation des titres financiers, des flux financiers, de la vitesse de propagation d'un choc, de la probabilité d'une attaque spéculative, ou, enfin, de la volatilité des marchés. Cette shift contagion est la contagion du stress et de la panique financière ».



### **2.3.3. La criminalité financière**

Pour Plihon (2004), la criminalité financière constitue une menace pour l'économie mondiale intimement liée à une libéralisation excessive des marchés financiers à l'échelle planétaire. Ce fléau de l'économie contemporaine qui s'appuie sur les paradis fiscaux s'inscrit au cœur de la mondialisation. L'autre dimension de la piraterie financière est constituée selon Plihon (2004) par la corruption et la fraude qu'autorise le fonctionnement souvent obscur et mal contrôlé du capitalisme moderne et des métiers de la finance.

Les paradis fiscaux, piliers du capitalisme jouent un rôle essentiel dans les flux bancaires internationaux. Ils se retrouvent également au centre des stratégies d'investissement international des firmes. C'est ainsi que la moitié des capitaux mondiaux transitent par quelques soixante-dix paradis fiscaux répertoriés. Mais, ce nombre peut varier en fonction de la liste /critère utilisé. Un des principaux problèmes que cause l'existence de ces zones de non droit économique est le manque à gagner pour les autres Etats. Ces paradis favorisent le blanchiment de l'argent sale et l'évasion fiscale. La croissance économique mondiale est entachée par le blanchiment d'argent qui représente entre 2% et 5% du PIB mondial, selon les estimations du Fonds Monétaire International.

C'est avec l'extension et l'évolution sans précédent des moyens de télécommunication et d'internet permettant aux particuliers de réaliser des transactions financières électroniques et rendant les mouvements de capitaux plus rapides et denses que le phénomène de criminalité financière commence à prendre de l'ampleur. Pour Rey (2004), le développement des moyens de communication et d'internet facilitent l'évasion fiscale et le blanchiment de l'argent sale en gardant secret certains virements et transactions effectuées sur les places financières. Pour l'auteur, la globalisation financière peut conduire également à la multiplication des sociétés écrans et les montages financiers douteux.

## **2.4. L'approche des seuils de développement**

Dans la littérature économique, les interactions réciproques entre l'intégration financière et la croissance économique apparaissent sensiblement plus complexes. Plusieurs travaux empiriques examinent l'existence d'un possible effet de seuil dans cette relation. En d'autres termes, la libéralisation des mouvements de capitaux semble apporter des avantages à un pays qu'au-delà d'un certain niveau de développement. En effet, une ouverture précoce du compte

capital alors que certains seuils sous divers volets financiers, institutionnels et macro-économiques n'ont pas été franchis peut se révéler infructueuse voire même causer des dommages considérables à l'économie. Les graves crises financières qui ont touché nombreux pays émergents livrent l'illustration la plus éclatante. En ce sens, il existe donc certaines conditions de base ou un seuil décisif de développement à partir duquel l'intégration financière peut prendre place. Plusieurs conditions doivent donc être remplies pour qu'un pays puisse ouvrir ses frontières financières et profiter des effets positifs de l'intégration financière sans courir de risque de fragilisation : concrètement cela se traduit par le renforcement et le développement de la sphère financière afin de constituer un appareil financier solide capable d'affronter la concurrence internationale, la préparation d'un environnement institutionnel et politique approprié, l'amélioration des dispositifs relatifs à la régulation et la supervision bancaire, et enfin, le suivi d'une politique macro-économique forte, saine et cohérente assurant la stabilité économique et amplifiant les effets bénéfiques de l'ouverture financière sur la croissance.

Selon les auteurs, ces seuils concernent le développement du marché financier, le développement de la structure institutionnelle, la stabilité macro-économique et l'intégration commerciale.

#### **2.4.1. Le développement du secteur financier**

L'intégration financière semble apporter des avantages à un pays en termes de croissance et de stabilité uniquement après un certain niveau de développement financier. En effet, plus ce dernier est important, plus les flux de capitaux entrants affecteront favorablement les performances économiques du pays d'accueil et moins le risque de survenu de crises sera important (Kose *et al*, 2007). Un système financier sain, solide et bien contrôlé permet d'éviter les effets néfastes de la mondialisation financière. La plupart des économistes sont convaincus que le compte capital ne doit être libéralisé que si le secteur financier interne est suffisamment réformé et renforcé. Les mésaventures connues par de nombreux pays en développement qui ont sombré dans de nombreuses crises montrent qu'une ouverture prématurée de la sphère financière locale sans disposer auparavant d'un système financier sain, robuste et bien régulé risque d'être une source d'instabilité pour tout le système financier et économique. Le développement de la sphère financière locale revêt une importance cruciale dans la mesure où il permet d'assurer l'efficacité des marchés avant de les ouvrir aux investisseurs étrangers.

Selon Kose *et al* (2007), l'essor de l'appareil financier a également un impact favorable sur la stabilité macro-économique, qui exerce à son tour une incidence sur le niveau et la nature des apports de capitaux. Pour Aghion et Banerjee (2005), les reflux soudains de capitaux peuvent entraîner les cycles alternant expansion et contraction de capitaux et même les amplifier dans les pays en développement démunies d'appareils financiers profonds. D'ailleurs, Minshkin (2006) souligne que la libéralisation de la sphère financière domestique mal gérée et insuffisante a joué un rôle important dans la survenue de crises liées à l'ouverture financière.

#### **2.4.2. La qualité des institutions**

La qualité de l'infrastructure institutionnelle revêt une importance cruciale dans le processus de libéralisation des marchés financiers à l'échelle planétaire : « *Elle semble déterminer pour une large part les résultats de l'intégration financière, mais également le degré d'intégration lui-même* » (Kose *et al*, 2007, p. 12).

Pour Prasad et Rajan (2008), l'ouverture financière internationale peut permettre aux pays qui l'adoptent de bénéficier des avantages collatéraux ou indirects seulement si certains seuils sous divers volets économiques et institutionnels sont franchis. En effet, dans les pays qui ne protègent pas suffisamment les droits de propriétés et où le système judiciaire est faible, les investisseurs étrangers auront du mal à réaliser les avantages escomptés sur lesquels ils étaient attendus. Par exemple, ce n'est qu'au-delà d'un certain niveau de développement institutionnel minimum requis que ces derniers pourront améliorer la corporate gouvernance au sein du pays d'accueil.

Par ailleurs, plusieurs arguments et faits stylisés renforcent l'idée selon laquelle si certains seuils institutionnels ne sont pas atteints, l'ouverture financière reste foncièrement porteuse de risque d'instabilité financière et donc peut se révéler nuisible et déstabilisatrice. Les investisseurs étrangers sont réputés être des investisseurs qui peuvent retirer brusquement les capitaux investis dans le pays d'accueil et s'enfuir pour les placer ailleurs au moindre signe de trouble « *cut and run* » (Prasad et Rajan, 2008, p. 154) menaçant la stabilité de tout le secteur financier et économique. Les pays dans lesquels les régimes et les lois sont inadéquats à l'insolvabilité des firmes peuvent être touchés en cas de panique, précipitant la faillite des entreprises dans lesquelles les investisseurs étrangers ont placé leurs fonds (Prasad et Rajan, 2008).

Cependant, il semble également que la qualité de la structure institutionnelle peut déterminer sensiblement la composition des flux de capitaux entrants dans les pays émergents, leurs performances macroéconomiques et même leur degré de vulnérabilité aux crises. Pour Wei (2001) et Kose *et al* (2009), les pays émergents disposant d'infrastructure institutionnelle de bonne qualité semblent attirer plus d'investissements directs étrangers et de flux de portefeuille des actions. Ces derniers sont plus stables que les flux de dette et permettent de profiter davantage des bénéfices indirects de la mondialisation financière.

#### **2.4.3. La qualité des politiques macro-économiques**

Pour Kose *et al* (2007), la nature et le niveau des investissements étrangers peuvent être sensiblement différents en fonction de la qualité des politiques macro-économiques du pays d'accueil. Des politiques macro-économiques fortes, cohérentes et adaptées permettent aux pays qui les adoptent d'amplifier les effets positifs de l'ouverture financière sur la croissance et de réduire la probabilité d'occurrence de crises (Kose *et al*, 2007). En effet, la mise en place de bonnes politiques macroéconomiques aussi bien monétaires que budgétaires ainsi que de taux de change semble cruciale puisque si ces conditions ne sont pas remplies, la tentative d'insertion dans la finance globalisée sera probablement vouée à l'échec. Des politiques macroéconomiques faibles, incohérentes et inadaptées peuvent rendre les pays qui s'engagent dans la voie de la libéralisation financière externe plus vulnérables aux crises. Par exemple, l'ouverture du compte capital dans le contexte d'un régime de change fixe a engendré plusieurs crises monétaires (Obstfeld et Rogoff, 1995).

#### **2.4.4. L'ouverture commerciale**

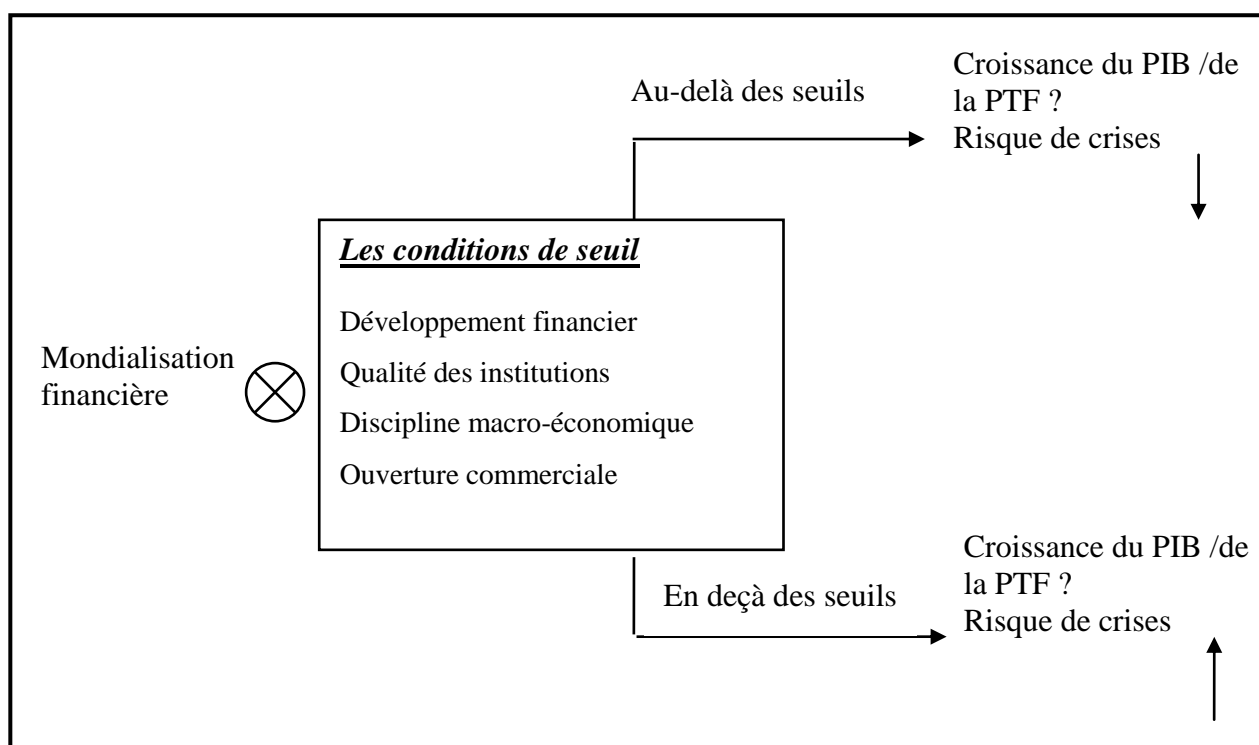
La plupart des économistes (McKinnon, 1973, 1982 ; Frankel, 1982 ; Edward, 1984) préconisent de libéraliser le compte capital (la libéralisation financière externe) qu'après la réforme de la sphère financière interne (la libéralisation financière interne) et seulement si la libéralisation des échanges de biens et services est déjà consolidée. McKinnon (1982) estime que si le contraire se produit, il en résultera un afflux de capitaux massif qui donnera lieu à une appréciation du taux de change, et gênera l'ouverture du compte courant. Dans la même veine, Eichengreen et Park (2005) arguent que « *la finance suit le commerce* ». En d'autres termes, l'intégration financière ne peut prendre place seulement si certains seuils de l'intégration commerciale sont franchis. Ceci peut être justifié par plusieurs raisons. En effet, selon Kose *et al* (2007) l'intégration commerciale permet d'améliorer le rapport coûts-avantages de l'intégration financière. Elle permet également de diminuer la vulnérabilité des

pays aux crises à la suite de l'ouverture de leurs frontières financières et de baisser leurs coûts dans le cas où ces dernières surviennent.

L'intuition d'Eichengreen et Park est corroborée par l'étude empirique de Bachellerie *et al* (2010). Cette étude met en avant un résultat intéressant : il existe un seuil déterminant de l'intégration commerciale à partir duquel, les économies peuvent consentir la mondialisation financière. Ce seuil correspond selon les auteurs aux unions douanières.

Pour Kose *et al* (2007), l'impact de l'intégration financière sur la croissance et la volatilité dépend du respect des minimas devant être requis par les pays qui ont décidé de suivre cet itinéraire. En effet, ce sont les conditions initiales de chaque pays ou les seuils planchers de développement devant être franchis qui déterminent lequel des deux effets inverses (positif ou négatif) de l'intégration financière sur la croissance devrait l'emporter (graphique 6). Les auteurs se servent de l'analyse graphique ci-après afin d'illustrer la nouvelle approche qui a émergé dans la littérature, celle des seuils de développement dans la relation ouverture financière-croissance.

**Figure 6 : L'approche des seuils de développement**



Source : Kose *et al*, 2007, p. 13

Les représentations graphiques 5 et 6 élaborées par Kose *et al* (2007) montrent que le lien unissant l'intégration financière et la croissance économique reste assez complexe voir

même controversé. Même si de nombreux auteurs semblent convaincus que l'ouverture financière exerce un effet positif (figure 6) sur la croissance (au-delà d'un certain seuil), l'instabilité qu'elle engendre semble exercer l'effet inverse. En d'autres termes, l'ouverture financière internationale peut permettre aux pays qui l'adoptent de bénéficier de certains avantages collatéraux, mais peut aussi s'avérer préjudiciable à bien égards, si certains seuils sous divers volets financiers, institutionnels, macro-économiques et commerciaux ne sont pas franchis (Kose *et al*, 2007).

Enfin, Kose *et al* (2007, p.13) argumentent que « *le seuil relatif au degré d'intégration lui-même est différent* ». Il existe de grandes différences d'un pays à l'autre dans les degrés d'intégration financière. Les pays développés qui ont atteint un niveau élevé d'intégration financière, arrivent à allouer plus efficacement les apports extérieurs de capitaux comparativement aux pays émergents, ce qui accroît le niveau de productivité. Les risques de revenus sont également mieux répartis (Kose *et al*, 2007).

Dans le dernier chapitre de la présente thèse consacré à l'étude empirique, nous calculerons des seuils institutionnels devant être franchis au-delà desquels la libéralisation financière externe commence à procurer aux économies ayant amorcé un tel processus les avantages collatéraux défendus par Kose *et al* (2006). Ce choix s'explique par l'importance de se doter d'un climat institutionnel sain et adéquat à la formation du développement financier puisque c'est la composante dont le manque se fait le plus ressentir dans les pays en développement et qui fait que ces derniers enregistrent un retard de développement économique comparativement au reste des pays.

### **3. INTEGRATION FINANCIERE ET CROISSANCE ECONOMIQUE DANS LA LITTERATURE EMPIRIQUE**

Les interactions entre la globalisation financière et la croissance économique ont fait l'objet d'un grand nombre de travaux empiriques menés par un ensemble d'auteurs en utilisant différents indicateurs. Ceci étant, la réalité sur les avantages de la libéralisation des marchés financiers à l'échelle mondiale est assez complexe, voir controversée. Les résultats mitigés des vérifications empiriques montrent qu'il est difficile de mettre en évidence sur un plan empirique une liaison positive robuste entre l'ouverture financière et la croissance économique. Alors que certaines études identifient un lien positif et significatif unissant les deux variables précédentes, d'autres remettent en doute l'existence d'un tel lien. Dans ce qui suit, nous exposons dans un premier temps les analyses appliquées qui ont décelé une incidence positive et significative de l'ouverture financière sur les performances économiques. Puis, dans un second temps, les travaux pour lesquels la relation est moins significative.

#### **3.1. Effet favorable de l'intégration financière sur la croissance économique**

Plusieurs analyses appliquées valident l'hypothèse selon laquelle la mondialisation financière peut apporter des bénéfices à un pays en termes de croissance. En marge de cette littérature empirique se trouve le travail de Queen (1997). L'auteur est l'un des premiers à avoir détecté une liaison positive et significative entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique dans un échantillon composé de 58 pays sur la période 1960-1989. L'auteur a élaboré un nouvel indicateur mesurant le niveau d'ouverture du compte capital. L'indicateur de Queen est une variable proxy du degré de restrictions imposées aux opérations de capital qui prend des valeurs entre 0 et 4. Cependant, ce travail a été soumis à controverse. En effet, selon Edison *et al* (2002), la contribution de Queen présente quelques faiblesses étant donné qu'elle ne distingue pas entre les effets liés à l'ouverture financière et ceux de l'ouverture à un niveau plus large.

Baillu (2000) trouve également que la libéralisation du compte capital permet l'impulsion de la croissance grâce au développement des intermédiaires financiers. En utilisant un échantillon composé de 40 pays en développement se rapportant à la période

1975-1995, l'auteur conclut que les entrées de capitaux n'apportent des gains économiques à un pays qu'une fois un certain niveau de développement financier est franchi.

A partir d'un échantillon couvrant 60 pays, Edwards (2001) s'attache à montrer que la libéralisation du compte capital n'a des effets clairement positifs sur la croissance qu'au-delà d'un certain niveau de développement. L'impact de l'ouverture financière sur les performances économiques dépend donc du niveau de développement atteint par chaque pays. Pour évaluer l'impact de la libéralisation du compte capital sur les performances économiques des pays en fonction de leur niveau de développement, Edwards (2001) estime une équation de croissance dans laquelle prend place ; à côté de la variable d'ouverture du compte capital, une variable croisée entre la mesure de l'ouverture financière et le revenu réel par tête en 1980. Les résultats des tests montrent que le coefficient associé à la variable ouverture du compte capital est affecté d'un signe négatif alors que celui du terme interactif ouverture du compte capital-revenu s'accompagne d'un signe positif. La conclusion de l'auteur est que la libéralisation du compte capital accélère la croissance économique dans les pays à revenu élevé et gêne le développement économique dans les pays à faible revenu.

Pour Aretete *et al* (2001), ces résultats doivent être pris avec précaution car ils sont sensibles à plusieurs facteurs. Pour les auteurs, on ne peut affirmer avec certitude que les bénéfices de l'ouverture financière sont plus importants dans les pays à revenu élevé et moyen que dans les pays pauvres. A partir d'une analyse appliquée, Aretete *et al* (2001) ne sont pas parvenus à montrer que la libéralisation du compte capital admet des effets plus favorables quand le niveau de développement financier et de développement économique augmentent. Par ailleurs, ils sont parvenus à déceler une incidence positive plus importante quand le niveau de développement institutionnel augmente. Autrement dit, les effets de l'ouverture financière varient en fonction du niveau de développement de la structure institutionnelle de chaque pays. Mais, l'impact ne semble pas très fort. Enfin, selon les auteurs, le degré de stabilité macro-économique pourrait expliquer la différence des effets dans les deux groupes de pays.

Contrairement aux études précédentes, Berkaert *et al*, (2001) évaluent l'impact de la libéralisation des marchés boursiers sur les performances économiques. Il ressort de cette étude que la libéralisation des marchés boursiers peut apporter des gains économiques considérables pour l'économie plus précisément une augmentation de 1% de la croissance annuelle du PIB par habitant sur une période de cinq ans.



Klein et Olivei (2008) ont eu recours à des investigations sur un échantillon composé aussi bien de pays développés qu'en développement durant la période 1976-1995 dans le but d'approfondir la relation entre l'intégration financière et la croissance économique à travers l'impact de l'ouverture financière sur le développement financier. Les auteurs régressent l'indicateur de libéralisation du compte capital Share<sup>15</sup>, une variable croisée entre la mesure d'ouverture financière et une variable muette (qui prend la valeur 1 si le pays est développé et 0 dans le cas inverse) ainsi que d'autres variables de contrôle sur l'indicateur du développement financier. Les tests empiriques établis concluent à un impact favorable de la libéralisation du compte capital sur le développement financier seulement dans le cas des pays développés. Dans le cas des pays en développement (les pays du Sud-Est Asiatique et les pays d'Amérique Latine), les résultats des tests ne sont pas significatifs. Klein et Olivei (2008) prouvent ensuite que le développement de la sphère financière stimule la croissance économique dans les deux groupes de pays. Pour les deux auteurs, il ressort de cette étude que l'intégration financière améliore le développement financier et la croissance économique dans les pays développés et n'agit pas sur les performances économiques des pays en développement. Enfin, les deux auteurs concluent que l'ouverture financière peut apporter des bénéfices à un pays, tout au moins sur le plan financier seulement si ce dernier n'ouvre ses frontières financières qu'après le renforcement de sa structure institutionnelle et la mise en place de politiques macro-économiques saines et cohérentes.

### **3.2. Effet controversé de l'intégration financière sur la croissance économique**

Plusieurs travaux remettent en doute la solidité du lien empirique unissant la globalisation financière et la croissance économique. Certains ne dégagent aucun effet significatif ou au mieux un effet mitigé.

Grilli et Melesi Ferriti (1995) ont réalisé une analyse appliquée pouvant être considérée comme l'une des études pionnières qui ont tenté d'examiner le lien entre l'ouverture financière et les performances économiques. Suite à des investigations sur 61 pays durant la période 1966-1989 et en utilisant la variable Share, les auteurs ne parviennent pas à exhiber

---

<sup>15</sup> L'indicateur de libéralisation du compte capital Share représente le pourcentage d'années au courant desquelles le compte capital est ouvert.

empiriquement une relation significative entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique.

Rodrik (1998) a mené une étude sur 100 pays développés et en développement au cours de la période 1975-1989 fondée sur l'indicateur Share, ce qui lui a permis de constater que la libéralisation du compte capital n'exerce pas un effet significatif sur la croissance. Ce résultat peut trouver son explication selon l'auteur dans le fait que la variable qui mesure le degré de mobilité des capitaux ne distingue pas entre la libéralisation de l'investissement direct étranger et l'investissement de portefeuille.

Kraay (1998) n'est pas arrivé non plus à établir une liaison significative entre le degré de libéralisation du compte capital et la croissance. L'auteur utilise plusieurs mesures de l'ouverture du compte capital et un échantillon variable de pays (64, 94 ou 117 pays) sur une période allant de 1985 à 1997. L'auteur note l'absence de corrélation lorsqu'il utilise les indicateurs relatifs aux restrictions imposées aux opérations en capital comme mesure du degré de libéralisation financière. Les résultats sont par contre plus contrastés quand ces mesures sont associées à des indicateurs de volume (flux nets de capitaux) obtenus à partir des statistiques de la balance de paiement.

Afin d'étudier l'effet de la libéralisation du compte capital sur la croissance économique, O'Donnell (2001) a fait des investigations mais en employant à la fois des indicateurs fondés sur les règles du FMI et des indicateurs quantitatifs de l'ouverture financière. Il montre que les mesures qualitatives tendent à affaiblir l'indicateur du degré de libéralisation financière externe puisqu'elles ne tiennent pas compte de la nature des différents types de contrôle. En revanche, les tests empiriques établis à partir des mesures quantitatives concluent à un impact favorable de la libéralisation du compte capital sur la croissance économique.

Edisson *et al* (2002) ne sont pas parvenus à mettre en évidence une association positive entre la mondialisation financière et la croissance économique. En utilisant plusieurs mesures d'ouverture financière et différentes techniques de validation empiriques, les auteurs concluent que l'intégration financière n'exerce aucun effet significatif robuste sur la croissance.

Enfin, une revue approfondie des études sur le sujet proposée par Kose *et al* (2006) leur a permis de conclure qu'il est difficile d'exhiber empiriquement une relation positive robuste

entre la mondialisation financière et la croissance économique. Les auteurs examinent plusieurs articles réalisés entre 1994-2005 et trouvent que 80% d'entre eux ne sont pas parvenus à déceler une liaison significative ou au mieux révèlent des résultats mitigés.

### **3.3. Les raisons pour lesquelles le lien entre l'intégration financière et la croissance économique n'est pas clairement établi**

Les analyses appliquées citées ci-dessus montrent que les interactions unissant la mondialisation financière et la croissance économique ne sont pas dépourvues d'ambiguïté. Bien qu'il semble y avoir un consensus – du moins au niveau théorique – sur l'effet positif de l'ouverture financière sur la croissance économique, les résultats mitigés des vérifications empiriques ne permettent pas à ce jour de trancher sur le bilan net de l'impact de la globalisation financière sur la croissance économique. Pourquoi donc cette large divergence parmi les résultats des exercices empiriques ? et pourquoi ces travaux n'arrivent pas à exhiber empiriquement une relation forte et robuste entre la mondialisation financière et les performances économiques des PVD ?

Le lien entre la globalisation financière et la croissance économique n'est pas clairement établi tout d'abord parce que l'ouverture financière est difficile à définir et à quantifier en particulier quand les études appliquées portent sur un échantillon large de pays. Pour Kose *et al* (2007), les mesures les plus employées ne reflètent pas toujours le degré réel d'insertion des pays dans la finance mondialisée. Par ailleurs, les indicateurs d'ouverture financière ne captent pas tous les aspects qui leur sont liés. Par exemple Kose *et al* (2007) soulignent que les indicateurs de libéralisation du compte capital mesurant les restrictions aux mouvements de capitaux ne fournissent aucune information sur l'efficacité de ces restrictions.

Les résultats disparates des analyses appliquées pourraient trouver leur explication dans le fait que les interactions entre la globalisation financière et la croissance économique ont été évalués sur des échantillons et des périodes d'observation différentes en ayant recours à des bases de données, des indicateurs d'ouverture financière et des techniques de validation empiriques qui varient alors que le modèle de croissance testé reste pratiquement le même. Par ailleurs Henry (2007) estime que les analyses appliquées basées sur des données en coupe transversale peuvent se révéler peu appropriées pour capter l'effet de la mondialisation financière, d'où une sous-évaluation des bénéfices induits par un tel processus. Pour l'auteur, ces travaux n'arrivent pas à mettre en évidence une liaison significative entre la libéralisation

du compte capital et la croissance économique pour trois raisons : la première raison est que les mesures d'ouverture financière employées souffrent de quelques imperfections. La deuxième raison évoquée est que ces travaux utilisent des échantillons hétérogènes alors que l'impact de la mondialisation financière n'est pas la même pour les pays développés et les PVD. Enfin, la dernière raison et la plus importante selon Henry est que ces travaux estiment un impact permanent de la libéralisation financière externe sur la croissance alors que la théorie prédit que l'effet sera que temporaire.

D'autres travaux expliquent la difficulté à exhiber empiriquement un lien significatif entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique par les différences au niveau de la productivité totale des facteurs entre pays. Pour Prasad *et al* (2003), un certain nombre d'auteurs concluent que ce sont les écarts de productivité et non la différence au niveau des ratios d'intensité capitalistique qui expliquent essentiellement les différences de revenus entre pays. Les différences au niveau de la productivité des facteurs dépendent étroitement de la qualité des institutions du pays, de l'Etat de droit et des politiques économiques, etc.

Le bilan mitigé issu des travaux empiriques pourrait trouver son explication dans la littérature sur les crises bancaires et financières. Cette littérature montre que la globalisation financière reste foncièrement porteuse de risque d'instabilité financière. Ces risques sont exacerbés quand les conditions nécessaires ne sont pas remplies par les pays souhaitant suivre cet itinéraire. Dans ce cas, les dommages à l'économie peuvent être considérables.

Si aujourd'hui l'analyse empirique ne permet pas de trancher sur le bilan net de la libéralisation financière externe c'est en partie à cause de l'instabilité que celle-ci engendre. En effet, ces deux variables exercent des effets inverses sur la croissance économique. Alors que la première variable exerce un effet favorable sur la croissance, la deuxième variable exerce un effet défavorable sur celle-ci. L'instabilité financière associée à la mondialisation financière tempère, voire même compromet l'impact favorable de la mondialisation financière sur la croissance économique. Pour mieux apprécier la contribution de l'ouverture financière à la croissance, les travaux empiriques doivent intégrer l'instabilité de l'ouverture financière dans leur modèle de croissance.

Certaines analyses appliquées examinent l'existence d'un effet de seuil, comme prédit par la théorie, dans la relation unissant l'intégration financière et la croissance économique

(Chinn et Ito, 2002 ; Ito, 2006 ; Kose *et al*, 2006 ; Abiad *et al*, 2007). Les études empiriques menées dans ce sens montrent que la libéralisation du compte capital semble favoriser la croissance économique qu'au-delà d'un certain niveau de développement. Dans ce sens qui est conforme à la théorie précédemment exposée, le développement de la structure institutionnelle revêt une importance cruciale. Négliger ces effets de seuil ne permet pas d'apprécier pleinement la contribution de la mondialisation financière à la croissance économique.

D'un point de vue théorique, comme mentionné plus haut, la globalisation financière a été largement justifiée par ses effets escomptés sur la croissance économique en agissant notamment par différents canaux. Néanmoins, il semble que ce processus reste foncièrement porteur de risque d'instabilité financière. L'analyse empirique ne permet pas aujourd'hui de trancher sur le bilan net de l'impact de la mondialisation financière sur le développement économique. En effet, on ne dispose pour l'instant d'aucune confirmation empirique claire et robuste que l'ouverture financière permet d'améliorer les performances économiques des pays qui ont décidé de suivre cet itinéraire. A ce jour, les études appliquées sur le sujet n'ont pas fourni des résultats concluants.

Pour Prasad *et al* (2003), les résultats faibles, disparates et même ambigus des travaux empiriques ne peuvent remettre en question les fondements théoriques qui défendent l'idée selon laquelle la mondialisation financière peut apporter des bénéfices à un pays en termes de croissance. Toutefois, cela peut être justifié selon les auteurs par le fait que ces théories s'inscrivent dans une logique de long terme et en général ne prennent pas en compte les difficultés rencontrées par les PVD pour renforcer leurs infrastructures institutionnelles, améliorer la gouvernance et d'autres facteurs d'ordre sociétal indispensables pour assurer l'efficacité des canaux par lesquels l'ouverture financière agit sur la croissance.

## **CONCLUSION**

L'objet de ce chapitre était de mettre en évidence les interactions entre l'insertion financière internationale par le biais de la libéralisation financière et la croissance économique. Après la définition du concept d'intégration financière et le passage en revue de la littérature consacrée au lien entre l'ouverture financière internationale et la croissance économique, nous avons observé l'éclosion d'une nouvelle approche du développement financier dans un contexte de mondialisation financière. Cette nouvelle vision théorique qui constitue un tournant dans l'histoire du développement axé sur la finance met en lumière la nécessité de satisfaire un certain nombre de préalables et de conditions pour que l'insertion dans la finance mondialisée se traduise par un succès tant dans le domaine financier qu'économique. Il s'agit notamment de réaliser le développement des infrastructures institutionnelles d'un pays donné. L'approfondissement et l'analyse de ces conditions préalables ainsi que l'importance du développement institutionnel sont abordés dans le chapitre qui suit.

**CHAPITRE III : LES STRATEGIES DE  
DEVELOPPEMENT FINANCIER DANS LES PVD :  
LE GRADUALISME ET LE ROLE DES  
INSTITUTIONS**

Après avoir procédé à une analyse théorique du développement financier et de la libéralisation financière et de leurs incidences sur la croissance économique et avant de procéder à la validation empirique sur la base des données d'observations, nous nous situons dans ce chapitre dans une dimension intermédiaire dans la gradation théorie-pratique en étudiant le développement financier comme stratégie de développement. Pour cela nous privilégions, de manière certes discrétionnaire mais importante nous semble-t-il, deux dimensions majeures du développement financier auxquelles tout pays, particulièrement l'Algérie, doit faire face : le rythme de mise en œuvre de la libéralisation financière, autrement dit l'ordonnancement et la vitesse d'implémentation des réformes d'une part et, d'autre part, les prérequis à la mise en œuvre réussie de cette politique, soit en termes de conditions initiales à réunir soit en termes de qualité institutionnelle, celle-ci étant un catalyseur de l'équation allant du développement financier vers la croissance.

Ce chapitre tentera ainsi de montrer l'importance du gradualisme et du développement institutionnel dans les stratégies de développement des PVD. Dans ce cadre, ce chapitre présente les approches théoriques sur le gradualisme dans le processus de libéralisation financière totale indispensable au succès des réformes dans les pays qui ont choisi de suivre cette trajectoire (section 1).

Il dresse également dans la deuxième section un survol des différentes théories consacrées aux interactions entre le développement de la sphère financière, le développement de la structure institutionnelle et la croissance économique. Le rôle du capital social n'est pas occulté dans ce schéma.

Dans un environnement financier globalisé qui nourrit la fragilité financière, la régulation financière et le contrôle des flux financiers retrouvent une légitimité certaine. Ces pratiques de la régulation financière et des contrôles de capitaux, servant de cadre à la politique de développement financier défendue dans le cadre de cette thèse, sont exposées dans la dernière section de ce chapitre.



# 1. LE GRADUALISME DANS LE PROCESSUS DE LIBERALISATION FINANCIERE TOTALE

Afin de bien cerner la notion de gradualisme, nous débutons ce chapitre par la présentation de la libéralisation financière, ses différentes dimensions ainsi que ses différents régimes. Ensuite, nous évoquerons les conditions dans lesquels les politiques de libéralisation financière ont des chances de réussir en nous intéressant aux conditions initiales, à l'ordonnancement et à la vitesse d'adoption des réformes. Enfin, nous monterons comment ordonner soigneusement la séquence des opérations de libéralisation du compte capital.

## 1.1. La libéralisation financière

### 1.1.1. Définition de la libéralisation financière

La libéralisation financière est tout un processus de réformes qui vise l'élimination de toutes les contraintes et les restrictions qui pèsent sur le système financier, par le biais de la réglementation gouvernementale non seulement au niveau interne (la libéralisation financière interne<sup>16</sup>) mais aussi à l'échelle internationale (la libéralisation financière externe<sup>17</sup>). Selon Kaminsky et Schumkler (2008), la libéralisation financière consiste en la dérégulation à trois niveaux : le secteur financier interne, les marchés financiers et le compte capital.

Chez Nguyen (2011), la libéralisation financière est tout un processus de réformes. *« Conceptuellement, la libéralisation financière est composée d'un ensemble de plusieurs éléments »* : l'élimination du contrôle sur les taux d'intérêt, l'abaissement du taux de réserves obligatoires, l'autonomie du secteur bancaire, la privatisation des entreprises étatiques ou nationales et des banques, la suppression des limites à l'installation et à la participation des opérateurs étrangers dans le secteur financier, et l'élimination des obstacles à l'investissement international et à la participation des investisseurs étrangers au marché financier local.

---

<sup>16</sup> Dans la littérature économique, on désigne par libéralisation financière, la libéralisation financière interne ou domestique alors que la libéralisation financière va au-delà de la libéralisation financière interne. En effet, la libéralisation financière comprend la libéralisation financière domestique et la libéralisation financière externe.

<sup>17</sup> Il importe de préciser que dans cette thèse, nous ne ferons pas de distinction entre les concepts de libéralisation financière externe, libéralisation financière totale, libéralisation des mouvements des capitaux et libéralisation (convertibilité) du compte capital, en raison de leur forte interaction, seront utilisés de façon interchangeable.

Les différentes mesures citées ci-dessus par Nguyen (2011) intègrent deux aspects différents dans le processus de libéralisation : un aspect interne ou national et un aspect international. De fait, il importe de faire la distinction entre les deux types de libéralisation financière : la libéralisation financière domestique ou interne et la libéralisation financière externe.

### **1.1.2. Distinction entre la libéralisation financière interne et la libéralisation financière externe**

#### ***a. Libéralisation financière interne***

La libéralisation financière interne passe par l'abandon de la mainmise des autorités gouvernementales sur la sphère financière car seul le libre jeu du marché permet d'assurer une affectation optimale de l'épargne vers l'investissement. La libéralisation financière correspond au processus au cours duquel le marché acquiert l'autorité de déterminer qui obtient et qui attribue les prêts et à quel prix. Ainsi, le taux d'intérêt doit pouvoir se fixer librement de sorte à refléter fidèlement la rareté de l'épargne (McKinnon et Shaw, 1973). Elle correspond aux quatre premières mesures de libéralisation financière énumérées plus haut par Nguyen (2011).

Pour cet auteur (2011, p. 72), « *la libéralisation financière interne concerne en effet des réformes du système financier et englobe notamment les réformes du secteur bancaire et les politiques de privatisation (les quatre premiers éléments ci-dessus cités). En principe, la libéralisation interne devrait autoriser une fluctuation libre des taux d'intérêt et une autonomie des banques centrales dans la conduite des politiques de crédit et d'emprunt. Aussi, le niveau des taux d'intérêt fluctue en fonction de l'offre et de la demande de monnaie des agents économiques* ».

Quant aux étapes de la libéralisation financière interne, Montiel (1996) recommande une séquence qui doit se dérouler en quatre temps.

-Restaurer l'équilibre macro-économique et restructurer ou liquider les institutions financières en difficulté.

-Développer des outils indirects d'intervention de la banque centrale sur le marché monétaire tel que la libre détermination des taux d'intérêt et instaurer une capacité de surveillance de la banque centrale sur le système financier.

-Assurer la promotion de la concurrence dans l'industrie bancaire en abolissant les barrières à l'entrée de nouvelles banques nationales ou étrangères et en réduisant la part détenue par l'Etat dans le capital des banques

-Libéraliser les taux d'intérêt et l'abandon de toute forme de contrôle étatique sur la sphère financière.

### ***b. Libéralisation financière externe***

La libéralisation financière externe englobe des mesures qui intègrent l'aspect international dans le processus de libéralisation financière. La libéralisation financière externe à travers l'ouverture des marchés financiers à l'échelle planétaire et celle du compte capital permet l'insertion d'une économie dans la finance mondialisée.

Pour Nguyen (2011), l'objet de la libéralisation financière externe est d'attirer les capitaux étrangers et donc encourager la participation des investisseurs étrangers sur le marché financier domestique. La libéralisation financière externe est conduite d'une part à travers la réduction des obstacles aux transferts des gains ainsi que la levée du contrôle exercé sur le taux de change, et d'autre part à travers la liberté accordée aux investisseurs étrangers pour pouvoir vendre sur le territoire national leurs produits financiers entrant en compétition direct avec les établissements domestiques tel que les banques, les compagnies d'assurance et les courtiers.

### **1.1.3. Différentes dimensions de la libéralisation financière**

Selon Kaminsky et Schmakler (2003), la libéralisation financière correspond à un triple mouvement de libéralisation : la dérégulation du secteur financier domestique, la libéralisation des marchés financiers et l'ouverture du compte capital.

***i. La libéralisation du secteur financier interne*** : elle concerne en particulier le secteur bancaire, et correspond à la libéralisation des taux d'intérêt, des crédits et l'abandon des réserves obligatoires ainsi que la promotion de la concurrence dans le secteur bancaire.

**La libéralisation des taux d'intérêt** : c'est l'introduction de la libre détermination des taux d'intérêt. Elle correspond à la levée du contrôle, de la fixation et du plafonnement des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs.

**La libéralisation des crédits :** englobe la suppression des contrôles des crédits, du pilotage de prêts par le gouvernement vers les secteurs prioritaires, du plafonnement des prêts pour d'autres secteurs ainsi que la réduction ou l'abandon des réserves obligatoires.

**La libéralisation de la concurrence bancaire :** représente l'abolition des barrières à l'entrée des banques domestiques ou étrangères dans l'industrie bancaire, l'élimination des restrictions en relation avec la spécialisation des banques ainsi qu'à la mise en place des banques universelles.

*ii. L'ouverture des marchés financiers:* elle comprend l'élimination des restrictions concernant l'acquisition des titres domestiques par les investisseurs étrangers ainsi que la suppression des obstacles au rapatriement du capital, des dividendes et des intérêts.

*iii. La libéralisation du compte capital :* correspond à l'élimination des barrières à l'emprunt contracté par les banques et les firmes domestiques à l'étranger, l'abandon des contrôles sur les opérations de change du compte capital et du compte courant et à la libéralisation des flux de capitaux.

Les mesures de libéralisation des marchés financiers et du compte capital englobent principalement des mesures de libéralisation externe comme la libéralisation des flux de capitaux et l'élimination des contraintes au rapatriement des capitaux, des intérêts et des dividendes.

#### **1.1.4. Différents degrés de libéralisation financière selon les critères de Kaminsky et Schumukler**

Kaminsky et Schmukler (2008) ont sélectionné des critères qui permettent de déterminer le degré de libéralisation financière. Ainsi, pour chacune des trois dimensions citées ci-dessus, les auteurs font la distinction entre trois régimes de libéralisation : parfaitement libéralisé, partiellement libéralisé et réprimé. Le tableau suivant résume les différences entre les niveaux de libéralisation pour chaque secteur à partir des critères choisis par Kaminsky et Shmukler (2008).

**Tableau 2: Les critères de définition du degré de libéralisation financière**  
**Secteur financier interne ou domestique**

<b>Critères de la libéralisation parfaite</b>	
<i>Taux d'intérêt débiteurs et créiteurs</i>	Absence de contrôle des taux d'intérêt débiteurs et créiteurs. Et
<i>Autres indicateurs</i>	Absence de contrôle des crédits (en revanche, il est possible de subventionner certains secteurs ou de procéder par allocation ciblée des crédits), des réserves et l'entrée des banques. Les dépôts en devise sont autorisés.
<b>Critères de libéralisation partielle</b>	
<i>Taux d'intérêt débiteurs et créiteurs</i>	Il y a des contrôles sur aussi bien les taux d'intérêt créiteurs et débiteurs mais pas aussi importants que pendant la répression. Et
<i>Autres indicateurs</i>	Il peut y avoir des contrôles sur l'activité de distribution des crédits, des réserves ou de l'entrée des banques. Les dépôts en devise peuvent être refusés.
<b>Critères de répression</b>	
<i>Taux d'intérêt débiteurs et créiteurs</i>	Il existe des contrôles sur les taux d'intérêt créiteurs et débiteurs. Et
<i>Autres indicateurs</i>	Il existe des contrôles sur la distribution des crédits, des réserves et l'entrée des banques. Les dépôts en devise ne sont pas permis.

### Marchés financiers

<b>Critères de la libéralisation parfaite</b>	
<i>Droit d'acquisition par les investisseurs étrangers</i>	Les investisseurs étrangers ont la possibilité d'acquérir des titres domestiques sans aucune restriction
	Et
<i>Rapatriement des capitaux, des dividendes et des intérêts</i>	Les capitaux, les dividendes et les intérêts peuvent être rapatriés librement dans les 2 ans qui suivent la réalisation de l'investissement initial.
<b>Critères de libéralisation partielle</b>	
<i>Droit d'acquisition par les investisseurs étrangers</i>	Les investisseurs étrangers ont le droit de détenir jusqu'à 49 % du capital de chaque compagnie. Il existe des restrictions sur la participation dans certains secteurs. Il peut y avoir des moyens indirects pour les investisseurs étrangers de participer aux marchés financiers internes (country funds).
	Ou
<i>Rapatriement des capitaux, des dividendes et des intérêts</i>	Les capitaux, les dividendes et les intérêts sont rapatriés mais pas avant 2 ans, ni après 5 ans de l'investissement initial.
<b>Critères de répression</b>	
<i>Droit d'acquisition par les investisseurs étrangers</i>	Les investisseurs étrangers ne sont pas autorisés à acquérir des titres domestiques.
	Ou
<i>Rapatriement des capitaux, des dividendes et des intérêts</i>	Les capitaux, les dividendes et les intérêts sont rapatriés mais pas avant 5 ans qui suivent l'investissement.

### Compte capital

<b>Critères de la libéralisation parfaite</b>	
<i>Emprunts étrangers contractés par les banques et les firmes.</i>	Les banques et les firmes peuvent emprunter librement à l'étranger. Elles doivent informer les autorités mais les autorisations sont livrées presque automatiquement. La contrainte de constitution des réserves peut exister mais à un taux inférieur à 10% des dépôts. La maturité minimale exigée pour les emprunts à l'étranger est inférieure à 2 ans.
<i>Taux de change multiple et autres restrictions</i>	Et Il n'existe pas de taux de change spéciaux appliqués aux transactions relatives au compte courant et au compte capital. Il n'y a pas non plus de restrictions aux mouvements de sorties de capitaux.
<b>Critères de libéralisation partielle</b>	
<i>Emprunts étrangers contractés par les banques et les firmes.</i>	Les banques et les firmes ont la possibilité d'emprunter à l'étranger mais avec des restrictions. Les réserves obligatoires doivent être comprises entre 10 et 50%. La maturité minimale exigée des emprunts peut-être de 2 à 5 ans.
<i>Taux de change multiple et autres restrictions</i>	Ou Il existe des taux de change spéciaux sur les transactions du compte courant et du compte capital. Il existe quelques restrictions sur les sorties de capitaux.
<b>Critères de répression financière</b>	
<i>Emprunts étrangers contractés par les banques et les firmes.</i>	Les banques et les firmes n'ont pas le droit de s'endetter à l'étranger. Les réserves obligatoires doivent être supérieures à 50%. La maturité minimale exigée doit dépasser 5 ans.
<i>Taux de change multiple et autres restrictions</i>	Ou Il existe des taux de change spéciaux pour les transactions courantes et pour les transactions en capital. Il existe des restrictions sur les sorties de capitaux.

Source : Kaminsky et Schmukler, 2008, p. 286

Ainsi, la libéralisation financière est totale si les trois secteurs sont parfaitement libéralisés. Un pays est partiellement libéralisé si au moins une dimension est partiellement libéralisée. Sinon, il y a répression financière.

## 1.2. Raisons d'être du gradualisme dans le processus de libéralisation financière totale

La littérature économique ne peint certes pas la libéralisation financière qu'en rose. Elle lui attribue des maux potentiels très sérieux comme la prolifération des crises bancaires et financières dans les pays émergents, conduisant à remettre en cause la pertinence des trajectoires choisies par ces derniers. En effet, l'expérience montre qu'une libéralisation désordonnée accroît le risque de crises bancaires et financières dans les pays en voie de développement démunies de mécanismes prudentielles puissants et de systèmes de supervision efficaces et évoluant dans un environnement macroéconomique instable. Pour s'en prémunir, McKinnon (1973) préconise une libéralisation progressive qui se mettrait en place par étapes. C'est l'approche dite du « sequencing », ou le gradualisme dans la démarche vers la libéralisation financière récemment admise par le FMI.

Pour Johnston *et al* (1997), le manque de coordination entre la libéralisation financière interne et la libéralisation financière externe a fortement contribué à la contagion et la propagation de crises dans les pays émergents. Pour d'autres auteurs, la crise serait le résultat d'un ordre inapproprié des réformes relatives à la libéralisation du compte capital ou à une ouverture arbitraire des marchés financiers (Eichengreen *et al* 2000).

L'imperfection de l'information associée au secteur financier nouvellement libéralisé dans un contexte institutionnel inadéquat, caractérisé par une régulation prudentielle insuffisante, une faible supervision et un cadre réglementaire inadéquat peut engendrer des problèmes d'anti-sélection, d'aléa moral et des comportements moutonniers menaçant la stabilité du système financier et économique. Pour McKinnon (1991) et McKinnon et Pill (1997), il est plus judicieux de reporter la libéralisation financière externe à la fin du processus de libéralisation à cause du comportement d'aléa moral.

La libéralisation financière interne comme externe ne peut améliorer l'efficacité économique que lorsqu'elle est accompagnée d'une politique macroéconomique saine et d'une stratégie visant à limiter les turbulences financières engendrées par l'imperfection de l'information.

Le passage à la libéralisation financière externe reste l'étape la plus risquée du processus de libéralisation. En effet, les capitaux peuvent comporter un risque de revirements soudains liés aux changements de sentiment des investisseurs pouvant mettre en péril la



stabilité du système financier et économique. Pour Boyer *et al* (2004), l'histoire économique récente livre l'illustration la plus éclatante du rôle fortement déstabilisant des entrées et des sorties des capitaux en période de crise. Du fait de la connexion et de l'interdépendance des systèmes financiers à travers le monde, une crise déclenchée par des mouvements de capitaux de nature spéculative peut se propager rapidement à d'autres pays ou des régions toutes entières non concernés par ces mouvements financiers par l'effet de contagion.

Le gradualisme permet aux pays émergents d'ouvrir progressivement leurs systèmes financiers à la concurrence internationale sans courir le risque de fragilisation. Ce dernier joue un rôle important selon Béji (2009) dans la prévention de l'émergence des crises dans les pays désirant s'insérer dans la globalisation financière. Une libéralisation précoce du compte capital à la fois mal préparée et insuffisamment encadrée peut être à l'origine d'une crise financière souvent amplifiée par une crise de change.

La plupart des économistes suggèrent de reporter la libéralisation du compte capital à la fin du processus de libéralisation, une fois le secteur financier interne restructuré et la libéralisation commerciale achevée. Cette étape est considérée comme l'étape la plus délicate qui doit être mise en œuvre d'une manière prudente, progressive et ordonnée. Néanmoins, très peu de pays ont respecté l'ordre séquentiel des réformes pendant leur tentative de transition vers une économie libérale. Selon Edward (1986), le Chili pays qui a commencé par la libéralisation de son compte des opérations courantes a suivi un bon ordonnancement chronologique des réformes contrairement à l'Argentine et l'Uruguay qui ont privilégié plutôt la libéralisation de leurs comptes des opérations en capital.

Pour Plihon (2000), les pays en voie de développement doivent procéder par étapes dans la démarche vers la libéralisation financière. Pour l'auteur, il apparaît clairement que le processus de libéralisation financière, mené dans de nombreux pays émergents d'une façon agressive, prématurée et mal maîtrisée, constitue une cause commune de la plupart des crises bancaires et financières (le Sud-Est asiatique en 1997 et 1998, la Russie et le Brésil en 1998, l'Argentine en 2001). Sous la pression des institutions financières internationales en particulier le FMI, ces pays se sont engagés dans la voie de la libéralisation financière sans satisfaire les conditions préalables au succès d'un tel processus (Stiglitz, 2002). Ce dernier allant même jusqu'à les soumettre au principe de conditionnalité dans l'octroi de prêts et aides afin d'imposer les mesures de libéralisation financière. Face à l'empressement du FMI, ces pays ont ouvert leurs frontières financières internationales en peu de temps, quelques années

seulement contrairement aux pays aujourd'hui développés qui ont attendu plusieurs décennies avant d'opter pour un flux libre de capital à travers leurs frontières (Plihon, 2000). En effet, ces derniers ont attendu que leurs appareils financiers domestiques aient atteint une certaine profondeur avant de les exposer à la concurrence internationale et la volatilité des capitaux. Par exemple, dans l'union européenne, la libéralisation des mouvements de capitaux n'a été amorcée qu'en 1992 tout en maintenant tout de même des restrictions. En effet, comme le mentionne Stiglitz (1998), « *mettre en place un système financier développé est un processus long et difficile* ». Pour Plihon (2000), les pays qui envisagent d'ouvrir leur sphère financière à la concurrence étrangère doivent remplir deux pré-conditions :

-Constituer un appareil financier suffisamment fort pour pouvoir suivre la concurrence sur les marchés internationaux.

-Mettre en place des autorités de supervision efficaces (et non corrompues) et des systèmes performants de contrôle des risques afin de préparer le terrain à l'entrée des capitaux étrangers.

Jacquet (1999, p. 657) confirme la nécessité d'une mise en place progressive de la libéralisation des systèmes financiers. Ainsi, les gouvernements ne doivent pas entreprendre toutes les réformes relatives à la libéralisation financière d'une façon simultanée « *la libéralisation des marchés financiers et des mouvements de capitaux est un processus plutôt qu'une question de tout ou de rien* ». Pendant la phase de transition d'un secteur financier fortement contrôlé vers un système financier plus libéralisé et ouvert, Jacquet (1999) recommande le maintien des efforts nécessaires à la poursuite des réformes prudentielles et de régulation nécessaires à ce nouvel environnement financier ainsi que la mise en place d'un système de contrôle des risques efficace avec le maintien de contrôle sur les flux de capitaux entrants et transitant par le système financier dans un premier temps.

Pour Eichengreen *et al*, dans les pays émergents une fois les mouvements de capitaux libéralisés, il n'est pas souhaitable de revenir à une forme de restrictions excessives de mouvements de capitaux.

### 1.3. Les conditions de succès des réformes du système financier

Les effets pervers de la libéralisation financière sont principalement liés à trois raisons. La première concerne les conditions macro-économiques qui doivent être réunies afin d'assurer la stabilité de l'économie. La seconde est liée à l'ordonnement des réformes, c'est-à-dire l'ordre dans lequel les différentes mesures de libéralisation doivent être appliquées. Enfin, la troisième raison concerne la vitesse des réformes. En effet, deux possibilités s'offrent aux pays qui souhaitent libéraliser leur sphère financière : adopter une vitesse très rapide, dans ce cas on parle du « big bang » ou entreprendre des mesures d'une façon progressive, dans ce cas on parle de libéralisation graduelle.

#### 1.3.1. Les conditions initiales :

L'échec des politiques de libéralisation financière particulièrement en Amérique Latine ont permis de mettre en avant les conditions initiales au succès de ce processus à savoir la stabilité macro-économique et une supervision adéquate des banques.

##### *a. La stabilité macro-économique*

La stabilité macro-économique désigne la stabilité du niveau général des prix et un déficit budgétaire modéré. En effet, l'instabilité des prix accroît l'instabilité financière et les taux d'intérêt et répond un climat d'incertitude. Dans un environnement où les taux d'intérêt sont élevés et incertains, cela bloque la formation de l'épargne, décourage les contrats, les investissements à long terme et donc la croissance.

McKinnon (1991) considère la stabilité macro-économique comme le préalable à la libéralisation financière. Ce dernier associe la discipline budgétaire à la discipline monétaire. Pour que la libéralisation ait une chance de réussir, les pays doivent tenir compte de la discipline aussi bien monétaire que budgétaire. Pour l'auteur, ces deux instruments de la politique de stabilisation sont interdépendants et doivent être mis en place avant d'amorcer le processus de libéralisation financière. Les pays émergents et en particulier en Amérique Latine et en Afrique ont sous-estimé l'importance de la stabilité économique et donc n'a pas été prise en considération dans leur programme de réformes. Certains pays d'Amérique Latine (Argentine, 1976,1981 ; Chili, 1974, 1980) présenteraient un important déséquilibre macro-économique à la lumière des réformes (Bentahar, 2005). Pour Chouchane-Verdier (2001), l'échec des tentatives de libéralisation financière dans plusieurs pays montre que celle-ci doit

être précédée ou au moins accompagnée par des mesures macro-économiques. Mais, ces pays ont procédé à la libéralisation de leurs sphères financières sur une période qui coïncide avec le PAS, source d'instabilité supplémentaire pour ces derniers : « *Mais la libéralisation financière a été entreprise en même temps que les autres PAS, ce qui rend la situation encore plus instable* » (Chouchane-Verdier, 2001, p.267).

Fry (1995) associe le succès des réformes des pays asiatiques et l'échec de la libéralisation dans des pays latino-américains durant les trois dernières décennies du 20<sup>ème</sup> siècle à trois facteurs essentiels à savoir la stabilité des prix, la politique fiscale et la crédibilité des politiques.

A l'opposé, Galbis (1994) entre autres auteurs, considère que la stabilité macro-économique est une condition souhaitable mais non nécessaire pour la réussite des réformes.

#### ***b. La réglementation prudentielle et la supervision du système financier***<sup>18</sup>

Ces dernières décennies, l'évolution rapide, spectaculaire et non maîtrisée du panorama financier mondiale s'est souvent accompagnée d'importantes turbulences et a nourri la fragilité financière. Ce constat a propulsé sur le devant de la scène la question d'une maîtrise de la finance au niveau national et international. Ruimy (2006) considère que le phénomène de mondialisation financière, l'instabilité des marchés financiers, la déréglementation d'activités sectorielles, l'émergence de nouveaux produits financiers de plus en plus sophistiqués et complexes ainsi que la montée en puissance de la finance de marché, constituent autant de facteurs d'incertitude qui ont conduit les autorités gouvernementales à revoir et à renouveler leurs modes d'intervention sur la scène financière. Or selon l'auteur, la problématique de la régulation financière n'est pas nouvelle. La question de la régulation financière a pris une importance considérable dès la fin des années quatre-vingt, en raison des épisodes de crises financières déclenchés en Asie et en Amérique Latine. Plus récemment, la crise des subprimes qui a secoué les places financières internationales ainsi que l'éclatement de plusieurs scandales financiers (l'affaire Madoff, Société Générale, etc) qui ont causé une perte de confiance des acteurs économiques montrent que la finance, n'assure pas de façon automatique son autorégulation, ni sa stabilité. En effet, les économies qui souhaitent mobiliser les capacités de leurs appareils financiers au service de la croissance et du

---

<sup>18</sup> Nous reviendrons plus en détails sur cette deuxième condition initiale dans la dernière section du présent chapitre consacré aux pratiques de la régulation financière et des contrôles de capitaux.

développement économique doivent mettre en place des sphères financières solides, saines et composées d'institutions efficaces. Cependant, l'évolution spectaculaire du panorama financier mondiale en raison notamment du développement technologique et des moyens de communication ainsi que d'une numérisation croissante de la sphère financière rend de plus en plus difficile l'exercice de la fonction de supervision assurée par les autorités de contrôle.

Pour définir la régulation financière, nous retenons la définition de Ruimy (2006). L'auteur considère qu'à la différence de l'anglais qui utilise un seul terme « regulation » pour désigner la régulation, dans la littérature française axée sur la finance les termes « supervision », de même que « surveillance » ou « contrôle » renvoient tous à la régulation.

La régulation dans une activité donnée (banques, assurances, marchés financiers) s'attache à faciliter l'accès ou le retrait à certaines professions, à élaborer des règles voire à prendre des sanctions à l'aide de pouvoirs légaux spécifiques. La régulation financière se décompose en trois niveaux d'interventions ( Ruimy, 2006, p. 35) :

- La supervision prudentielle : consiste au respect des grands équilibres par les intervenants ;
- La réglementation : c'est la définition des règles de fonctionnement des acteurs et de réalisation des opérations ;
- Le contrôle : c'est la surveillance a priori ou a posteriori des organismes et des opérations.

Les pouvoirs publics cherchent à assurer la supervision et instaurer la discipline aux institutions financières en ayant recours à des règles prudentielles d'autant plus strictes que l'instabilité macro-économique est importante. Polizatto (1992) affirme que ces règles consistent à éviter que les prêts se concentrent entre les mains de certains clients uniquement, à surveiller l'entrée dans l'industrie bancaire, à obliger les banques à diversifier leurs portefeuilles, à sanctionner les banques dont la gestion est imprudente et à sauver ou aider celles qui sont en difficulté.

La première étape concerne la mise en place de la réglementation prudentielle. Par la suite, les règles établies facilitent l'estimation des risques bancaires et la collecte d'informations, elles permettent aux autorités de remplir la fonction de supervision des activités bancaires. Le système de supervision renforce les règles prudentielles et permet

d'identifier à temps les institutions financières en difficulté afin de les sauver ou de les liquider. Ce qui permet d'assainir le secteur financier. Le ratio Cook ou les autres exigences relatives à l'endettement des institutions financières ont déjà été mis en application dans quelques pays en développement. Toutefois, leur efficacité reste à prouver. Le problème de la surliquidité montre que le respect des ratios prudentiels n'est pas une preuve d'efficacité de l'industrie bancaire. Pour Bouzid (2006), les règles prudentielles ne sont pas bien adaptées au cas des pays en développement et leur application nécessite des moyens humains et financiers. Or, de tels moyens manquent souvent dans les pays en développement. Pour Chouchan-Verdier (2001, p. 272), « *il ne suffit pas de définir les réglementations adéquates, il convient aussi de disposer des capacités techniques et politiques pour les mettre en œuvre. Or, de telles capacités ne sont pas toujours disponibles dans les PVD* ». Les systèmes bancaires des pays en développement sont faiblement intégrés dans l'économie internationale et se caractérisent par une rareté des ressources de financement. Ainsi, la régulation sur les exigences en matière d'adéquation des capitaux propres peut contrarier la croissance économique. Plihon (2000) préconise d'appliquer aux pays en développement un système de supervision de l'industrie bancaire différent. Pour l'auteur, « *ce système devrait être plus simple, moins exigeant en termes de fonds propres et complété par un mécanisme de solidarité nationale assurant la solvabilité du système.* ».

Au total, on peut mettre en avant cinq prés-requis – qui nous semblent raisonnables – pour une libéralisation réussie (Fray ; 1997):

- Une surveillance et une régulation prudentielle des banques commerciales appropriée.
- Un niveau acceptable de stabilité des prix.
- Une discipline budgétaire limitant les effets pervers de la taxe d'inflation.
- Un comportement concurrentiel des banques commerciales ;
- Un système fiscal neutre n'imposant pas de mesures discriminatoires aux intermédiaires financiers.

### **1.3.2. L'ordre séquentiel optimal de la libéralisation**

L'ordonnancement dans lequel les mesures de libéralisation ont été appliquées peut être déterminant dans le succès du processus de libéralisation. En effet, une des raisons pour

lesquelles la libéralisation financière a montré ses limites est l'ordonnement dans le temps des réformes au sein de chaque économie. L'expérience a montré qu'une libéralisation financière désordonnée ne peut qu'exacerber la fragilité financière. « *L'élaboration d'un calendrier d'échelonnement des réformes pourrait jouer un rôle aussi important que les réformes elles-mêmes pour la création d'un système financier solide dans les pays en développement. A défaut, les marchés financiers risquent d'être le théâtre de nombreux dérapages et risques d'instabilité financière qui se sont avérés le plus souvent désastreux sur le plan international* » (Kaminsky et Schmukler, 2008).

Cependant, pour Eichengreen *et al* (1999), étant donné l'hétérogénéité des niveaux de développement financier, institutionnel et économique entre pays ainsi que leurs différentes facultés à absorber le changement induit par les réformes dans plusieurs domaines déterminants pour la libéralisation financière, il ne peut y avoir de recommandations précises ou standards concernant l'ordre, la durée du processus de libéralisation financière. Aucun calendrier précis ne peut donc être établi. Ces auteurs déconseillent ainsi aux pays qui souhaitent opter pour un flux libre de capital à travers leurs frontières d'attendre que le processus de libéralisation complète de la sphère financière domestique soit consolidé et couronné de succès. Selon les auteurs, la libéralisation financière interne et la libéralisation financière externe peuvent donc être menées de front se renforçant l'une et l'autre. En effet, la libéralisation financière externe devrait favoriser le développement des institutions financières et des marchés financiers domestiques (Levine, 1996). D'après Eichengreen *et al* (1999), « *La libéralisation interne et la libéralisation externe peuvent se renforcer mutuellement et bénéficier de leur déploiement parallèle et prudent* ». Enfin, selon Eichengreen *et al* (1999), les pays où la préparation interne est bien avancée pourraient opérer assez vite une libéralisation externe principalement complète. Celle-ci pourrait prendre place en moins d'une décennie environ pour les économies à marchés émergents les plus avancés. La libéralisation complète interne et externe se fera moins rapidement dans les pays démunis d'infrastructures suffisamment développées pour mettre en place un appareil financier libéral et stable.

En fait, pour une libéralisation réussie, la plupart des auteurs suggèrent le respect d'un certain ordre dans le processus de libéralisation composé de quatre séquences (Edward, 1986 ; Krueger, 1986 ; McKinnon, 1991). La première étape du processus de libéralisation consiste à libéraliser le secteur réel domestique une fois l'économie stabilisée (séquence 1). La deuxième étape du processus concerne la libéralisation du secteur financier interne

(séquence2). La troisième et la quatrième étapes de libéralisation sont respectivement la libéralisation du commerce extérieur (séquence 3) et la libéralisation des mouvements de capitaux (séquence 4).

Le tableau ci-dessous donne un aperçu sur l'approche gradualiste dans la démarche vers la libéralisation financière et économique ainsi que ses différentes étapes :

**Tableau 3: Les séquences de la libéralisation économique et financière d'une économie**

Secteur	Interne	Externe
<b>Réel</b>	<p><i>Etape 1</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-Stabilisation</li> <li>-Libéralisation des prix</li> <li>-Levée des taxes implicites et explicites ainsi que des subventions</li> <li>-Privatisation</li> </ul>	<p><i>Etape 3</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-Libéralisation des opérations courantes (levée des barrières commerciales)</li> <li>-Création d'un marché de changes et convertibilité externe de la monnaie</li> </ul>
<b>Financier</b>	<p><i>Etape 2</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-Restructuration et privatisation du système bancaire domestique</li> <li>-Création ou réactivation du marché monétaire</li> </ul>	<p><i>Etape 4</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-Levée du contrôle des mouvements de capitaux</li> <li>-convertibilité totale de la monnaie</li> </ul>

Source : Funke, 1993, in, Ben Kahla, Gassab et Salah, 2014, p. 48

Les autorités ne doivent pas envisager de libéraliser la sphère financière locale avant la sphère réelle domestique. En effet, supposons que cet ordre de libéralisation soit inversé dans un pays en voie de développement. Dans un tel contexte où l'Etat maintient l'administration des prix et les subventions, l'épargne mobilisée par la libéralisation financière va profiter seulement aux projets à profits élevés ce qui rend les investissements volatiles et très mal répartis selon Saidane (1995). Ces investissements seront alors motivés par une logique purement spéculative de court terme et non par des fondamentaux économiques de long terme favorisant la croissance et l'emploi. Pour l'auteur, cette situation pousse les autorités à revenir à la répression financière ou au moins à exercer un contrôle sur l'allocation des crédits (effet de rétroaction) comme ce fut le cas en Corée du Sud, pays qui a entrepris une libéralisation prudente mais qui a inversé le sens de causalité entre la séquence 1 et la séquence 2 engendrant des effets pervers.



Par ailleurs, les différentes expériences de libéralisation montrent que la libéralisation externe ne doit pas précéder la libéralisation interne. En effet, une libéralisation externe rapide qui ne donne pas à l'économie le temps nécessaire de se doter d'un secteur industriel suffisamment robuste pour pouvoir résister à la concurrence étrangère ne peut que contribuer à son effondrement.

Un autre argument renforce l'idée selon laquelle la libéralisation financière externe doit rester la dernière étape du processus de réformes est que la plupart des pays aujourd'hui développés ont assuré une libéralisation progressive des mouvements de capitaux et avec des restrictions sur la mobilité des capitaux jusqu'à une période récente. Ceci leur a permis de se doter d'une économie solide avant de l'exposer à des mouvements de capitaux potentiellement volatiles et de préparer les entreprises nationales aux nouvelles conditions de concurrence.

Pour Gibson et Tsakalotos (1994), si les économies continuent à réprimer leurs systèmes financiers, une libéralisation précoce du compte capital risque de déclencher une fuite de capitaux vers l'étranger si les taux d'intérêt internationaux sont plus attractifs que le taux domestique.

Bien qu'il n'existe donc pas de recette miracle ou universelle de mise en œuvre d'un développement financier réussi, ces arguments renforcent l'idée de l'existence d'un enchaînement réussi des réformes. Chaque pays doit donc suivre un ordre propre dans sa démarche vers la libéralisation financière. Cet ordre dépend des conditions initiales (stabilité macro-économique, existence d'une réglementation prudentielle) ainsi que du niveau de développement économique du pays. La progressivité reste en tout état de cause la règle car le processus de libéralisation financière totale ne peut être favorable à la croissance qu'au-delà d'un certain seuil de développement où l'économie a déjà réussie son étape d'émergence (Edward, 1999).

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

Pendant la transition vers une économie libérale, les pays ont le choix entre introduire des réformes financières d'une manière rapide et simultanée avec tous les éventuels effets pervers que cela peut engendrer (dans ce cas on parle du « big bang ») ou alors entreprendre des mesures d'une manière lente (dans ce cas on parle de libéralisation graduelle). L'approche graduelle consiste à appliquer tous les éléments de réformes un par un sur une période longue

qui correspond au délai d'adaptation. Le risque est qu'il est possible de ne pas atteindre l'objectif politique fixé au départ lorsque la période de réformes traîne en longueur (on parle dans ce cas de « transition permanente »).

**a. La libéralisation financière brutale ou le « big bang »**

Villanueva et Mirakhor (1990) recommandent aux pays qui souhaitent libéraliser leurs sphères financières d'adopter une vitesse différente en fonction de leurs conditions initiales. Ainsi selon les auteurs, si la réforme est menée dans un environnement macro-économique instable et/ ou le système de supervision bancaire est inadéquat, la politique de libéralisation des taux d'intérêt doit se faire de façon progressive. Dans la situation inverse, la libéralisation des taux d'intérêt peut être immédiate.

En libéralisant la sphère financière dans un délai très court, l'approche par le « big bang » permet de réduire les coûts liés à une telle libéralisation. Sur le plan économique, certains théoriciens (Shaw, 1987) préfèrent un « big bang » de réformes si les autorités gouvernementales ont du mal à cerner d'une façon quantitative les distorsions potentielles et les externalités susceptibles de voir le jour dans le futur. Une libéralisation brutale est également souhaitable lorsque la crédibilité de l'Etat est remise en question. Dans un tel environnement, une application des réformes soudaines et rapides peut contraindre les acteurs économiques à s'aligner le plus vite possible aux nouvelles mesures et à la situation nouvelle des marchés.

D'autres auteurs qui préconisent une application brutale des réformes soulignent que certaines considérations politiques peuvent pousser les autorités gouvernementales à opter pour un processus de libéralisation radical dès lors qu'une approche progressive peut engendrer des problèmes de coalition entre les principales parties ce qui peut freiner ou retarder les réformes et même les annuler (Lal, 1987 ; Mtinelli et Tommasi, 1994). Un argument supplémentaire contre la périodisation de la libéralisation est que celle-ci ne permet pas d'après Lafay (1993) de mettre en œuvre les réformes dans leur ensemble.

**b. La libéralisation financière graduelle**

Il semble cependant que, selon Bouzid (2006), les rigidités conjoncturelles et les déséquilibres macro-économiques justifient une application graduelle des réformes. Cependant, faire le choix d'un processus de libéralisation graduelle ne signifie pas non plus laisser « traîner les choses » en reprenant l'expression de Chouchane-Verdier (2001). Selon

Bouzid (2006, p. 6) : « Certes, lorsque la réforme est graduelle, la libéralisation risque de perdre son impulsion avec le passage du temps. Cependant, plus les mesures de réformes sont rapides et profondes, plus les gains potentiels sont importants mais plus le passage risque d'être coûteux ».

La vitesse avec laquelle les politiques de libéralisation financière sont mises en œuvre peut jouer un rôle déterminant dans le succès du processus de libéralisation. Ainsi, de l'avis de la Banque mondiale dans son rapport dans le développement dans le monde de 1989, il convient d'adopter un processus de réformes ni trop long ni trop rapide dans la démarche vers la libéralisation financière. Les motifs qui justifient cette nécessité est que dans le cas où la libéralisation est trop rapide, il y a des chances pour que les entreprises subissent des pertes importantes et lorsque la libéralisation est trop longue, le coût de la persistance de l'inefficacité financière sera plus élevé.

En somme, l'enseignement à tirer est qu'il ne faut pas laisser l'économie dans une situation ambiguë, entre l'intervention gouvernementale et le marché dont les forces s'opposent (Chouchane-Verdier ; 2001). Il importe en tout état de cause que les autorités envoient aux agents économiques des signaux clairs sur leur engagement à mener les réformes financières : ce qui importe n'est pas tant le rythme des réformes (bien que celui-ci ne doit pas être réduit à une 'transition permanente') que la crédibilité de l'engagement de l'Etat à mener à terme ces réformes.

#### **1.4. L'ouverture séquentielle du compte capital**

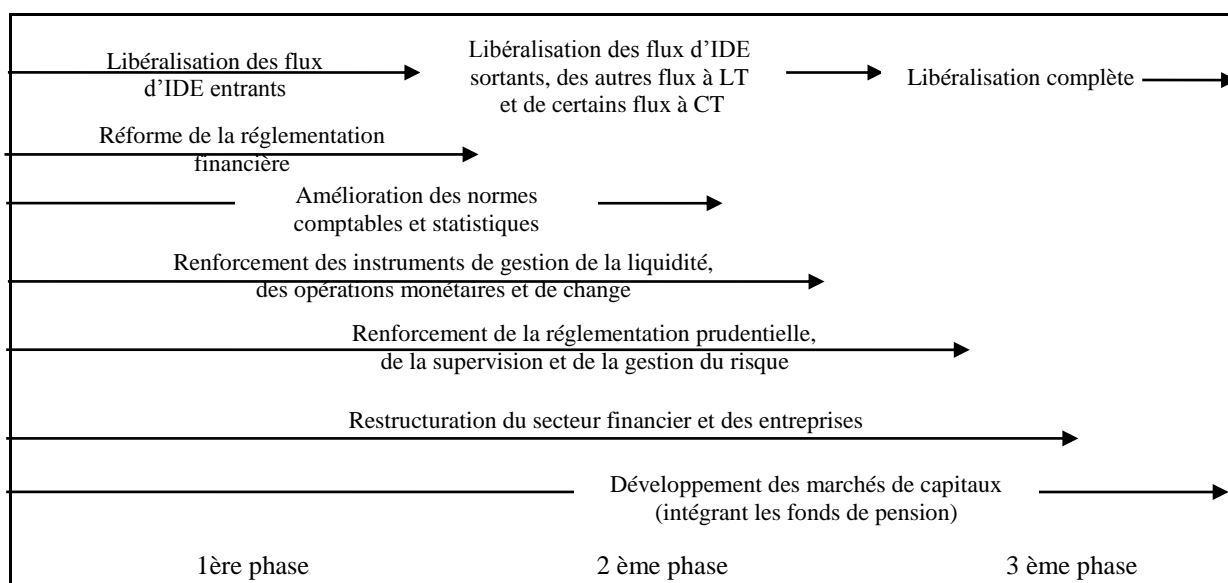
La libéralisation financière externe est l'une des réformes les plus risquées car il s'agit d'une étape qui peut se révéler fortement déstabilisatrice pour le système financier et partant l'économie toute entière. Pour s'en prémunir, il convient certainement d'adopter un processus de libéralisation des mouvements de capitaux graduel et bien ordonné. Autrement dit, il s'agit de trouver le programme graduel d'acheminement optimal des mesures de libéralisation du compte capital.

Pour Eichengreen et Mussa (1998), la libéralisation du compte capital doit commencer par la libéralisation des flux de capitaux de long terme, en l'occurrence les flux d'investissement direct à l'étranger (IDE). Ces investissements permettent d'importer la technologie et les compétences de gestion dans le pays d'accueil. Selon les auteurs, ces flux

de long terme devraient être libéralisés avant les mouvements de capitaux de court terme, à savoir les flux d'investissements de portefeuilles, de prêts et de capitaux bancaires étant donné que c'est la forme d'investissement la plus stable. En effet, contrairement aux flux de capitaux de court terme, qui sont guidés par une logique spéculative sur une courte période, les IDE répondent à une logique économique de long terme privilégiant la croissance, ce qui les rend plus stables et moins volatils. Ces derniers ne risquent donc pas de partir facilement en cas de panique mettant en danger la stabilité du système financier contrairement aux flux de capitaux de court terme, qui sont sujets à des phénomènes de flux et de reflux massifs et imprévisibles. Ainsi, pour les raisons évoquées ci-dessus, Eichengreen et Mussa (1998) recommandent d'inscrire la libéralisation des flux d'investissement direct en tant que composante attractive d'un large programme de libéralisation.

Par ailleurs, après l'échec des préconisations de libéralisation rapide du compte capital, la position du FMI a beaucoup évolué durant la dernière période. Aujourd'hui, ce dernier préconise d'agir par étapes dans le processus de libéralisation des mouvements de capitaux. Cette libéralisation doit avoir lieu en trois temps (voir le graphique ci-dessous). La première étape consiste à libéraliser les flux entrants de capitaux les moins volatiles en l'occurrence les investissements directs, en même temps qu'une réforme de l'appareil financier domestique. La deuxième étape de libéralisation des mouvements de capitaux concerne les flux sortants les moins volatiles et les autres flux entrants. Enfin, il convient de libéraliser les mouvements de capitaux de court terme. Une libéralisation ordonnée des mouvements de capitaux permet de limiter les risques introduits dans le système financier étant donnée le caractère erratique de ces derniers.

**Figure 7 : L'ouverture séquentielle du compte capital**



Source : FMI, 2002, in, Mongrué et Robert, 2005, p. 5

## **2. LA QUALITE INSTITUTIONNELLE : UN CATALYSEUR DE LA RELATION ENTRE LE DEVELOPPEMENT FINANCIER ET LA CROISSANCE ECONOMIQUE**

Les interactions réciproques entre le développement de la sphère financière et la croissance économique suscitent bien des interrogations : pourquoi, au-delà du ‘design’ des réformes (ordonnancement des réformes, rythme de mise en œuvre, etc.), certains systèmes financiers prospèrent plus que d’autres, assurant d’une manière efficiente la fonction de financement de l’économie et donc l’impulsion de la croissance ? Cette question a ouvert la voie à des approches théoriques et empiriques, dont la plus importante est celle de la nouvelle économie institutionnelle (NEI). L’approche institutionnelle appliquée au secteur financier montre que la sphère financière ne fonctionne pas dans un vide, mais au sein d’une infrastructure institutionnelle qui permet, disons de ‘huiler’, la relation entre le développement financier et la croissance en jouant le rôle de catalyseur. Ces différentes théories se basent sur les divergences dans les niveaux de développement institutionnel pour expliquer les différences nationales en termes de développement financier et donc de développement économique. De ce fait, l’objectif de cette section est de montrer comment un environnement réglementaire et institutionnel de qualité est susceptible de former la base d’un développement financier sain dans un contexte de mondialisation financière.

Dans la suite, nous commencerons par présenter les différentes approches des institutions telles qu’elles apparaissent dans la littérature économique.

Ensuite, nous discuterons des interactions entre le développement financier et le développement institutionnel à travers un survol des différentes théories qui expliquent comment les institutions formelles et informelles influencent le développement financier et, partant la croissance économique.

### **2.1. L’approche institutionnelle dans le domaine financier**

#### **2.1.1. La notion d’institution chez North**

On peut considérer North, avec Veblen (1909), parmi les « pères » de l’école institutionnaliste. Pour North (1990), les institutions sont des contraintes que les êtres humains conçoivent et se posent pour encadrer les interactions humaines qu’elles soient sociales, politiques ou économiques. Elles sont constituées de l’ensemble de règles formelles

(constitutions, lois et règlements, droits de propriété, système politique, etc) et informelles (coutumes, traditions, capital social, règles de conduite et fiabilité des transactions, etc). Les institutions ont été conçues afin d'établir et de re-établir l'ordre et réduire l'incertitude dans les relations et les échanges humains. Elles peuvent être considérées comme des technologies de société dans le fonctionnement des activités économiques productives (Nelson et Sampat, 2001).

Mais avec la montée en puissance de la finance à l'échelle mondiale et de l'instabilité qu'elle engendre, il semble important d'aborder la notion d'institutions à partir d'une grille de lecture consacrée aux crises financières et à l'instabilité financière. Ce qui correspond plus à l'objectif conçu dans le cadre de ce travail.

### **2.1.2. La notion d'institution chez Minsky**

La référence théorique du rôle de la structure institutionnelle dans la dynamique des crises se trouve chez Minsky (1994). Les institutions exercent dans l'approche de Minsky deux fonctions essentielles. D'une part, elles permettent de contrer l'instabilité financière. Ces dernières sont considérées comme « des circuits breakers » capables de contenir les forces déstabilisantes pouvant faire plonger les économies dans une crise. D'autre part, elles permettent un redémarrage de l'économie sur de nouvelles bases. Ceci est résumé par l'auteur dans les termes suivants : « *l'un des plus évidents 'démons' du fonctionnement de l'économie de marché est l'apparition périodique de crises financières. Pour contenir ces 'démons' qui peuvent affliger le système de marché, les économies capitalistes ont développé un ensemble d'institutions et d'autorités, qui peuvent être caractérisées comme des équivalents de "circuits breakers". Ces institutions stoppent en effet le processus économique qui accroît l'incohérence, et redémarrent l'économie avec de nouvelles conditions initiales et peut-être de nouveaux coefficients de réaction* » (Delli Gatti, Gallegati et Minsky, 1994 , in, Sinapi, 2005, p. 9).

Cependant, Minsky décompose le cadre institutionnel en trois niveaux chacun d'eux capables d'exercer une action stabilisatrice sur le système financier : les autorités (qui édictent les lois et les règles), les administrations (qui contrôlent l'application et le respect des lois et des règles) et les usages « *qui résultent des comportements passés des participants au marché* » (barrière orthodoxe ou conservatisme financier). C'est la défaillance de l'un de ces trois niveaux institutionnels qui peut alimenter les spirales perturbatrices amplifiant la fragilité financière et pouvant le cas échéant susciter le déclenchement d'une crise.

Cette décomposition de la structure institutionnelle a été détaillée par Arestis, Nissanke et Stein (2003) qui mettent en avant cinq catégories institutionnelles pouvant exercer une action stabilisatrice sur la sphère financière : usages (a), incitations (b), règles (c), surveillance (d), et organisation régulatrice édictant règles et lois (e).

**Tableau 4: Grille d'analyse des structures institutionnelles stabilisatrices des systèmes financiers**

<b>Grille d'analyse des structures institutionnelles stabilisatrices des systèmes financiers</b>	
<i>Chez Minsky</i>	<i>Approfondissement : Arestis, Nissanke et Stein</i>
Institutions et usages ("barrière orthodoxe")	(a) Usages
	(b) Incitations
	(c) Règles
Administration (contrôle le respect des règles)	(d) Surveillance
Autorités (éditent les lois et les règles)	(e) Organisation régulatrice (édicte règles et lois)

*Source : Sinapi, 2005, p. 10*

## 2.2. Les facteurs institutionnels comme déterminants du développement financier

### 2.2.1. Les institutions formelles et le développement financier : quelle relation ?

Cette section dresse un survol des différentes théories consacrées aux interactions entre le développement de la structure institutionnelle et le développement des intermédiaires financiers. La littérature sur le sujet considère l'infrastructure institutionnelle comme principal déterminant du développement financier. Autrement dit, ce sont les divergences dans les niveaux de développement institutionnel qui expliquent l'hétérogénéité des niveaux de développement financier entre pays. Ces théories véhiculent l'idée selon laquelle un niveau raisonnable de développement légal et institutionnel permet la formation et le développement des institutions financières dans une économie. Dans ce qui suit, nous allons exposer les trois approches théoriques suivantes qui expliquent comment la qualité des institutions forme la base du développement financier dans un pays : la théorie du droit et de la finance, la théorie des dotations naturelles et la thèse politique.



*a. Les institutions légales et la finance : la thèse de Laporta-Lopez-Silanes et Shleifer*

Le courant Law and Finance initié par La porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, et Vishny (1996, 1997, 1998, LLVS dans la suite du texte) souligne l'impact déterminant des institutions légales dans les différences nationales en terme de développement financier.

La première partie de cette théorie véhicule l'idée selon laquelle dans les pays qui ont mis en place un système légal qui veille au respect des droits de propriété, et qui protège les contrats entre privés et les droits des investisseurs, les épargnants sont plus incités à financer les entreprises qui ont besoin de fonds favorisant ainsi le développement des marchés financiers. Dans le cas inverse où l'environnement légal est faible, les entreprises auront des difficultés pour disposer de fonds privés, ce qui peut handicaper le développement du système financier. Le deuxième volet de cette théorie stipule que l'origine légale (anglo-saxonne, française, germanique et scandinave) du système judiciaire explique les différences enregistrées entre pays en termes de protection des investisseurs, de mise en œuvre des contrats et donc du niveau de développement financier.

La Porta *et al* (1998) ont tenté d'analyser la relation entre l'origine légale et la protection des investisseurs dans un échantillon composé de 49 pays. Les résultats des tests montrent que les pays ayant adopté la common law, plus tournée vers la défense des intérêts privés et plus évolutive, protègent mieux les investisseurs que les pays de tradition civiliste (droit français, allemand et scandinave) en particulier le droit civil français. Ce constat permet d'expliquer les niveaux de développement financier élevés dans les pays ayant adopté la common law comparativement à ceux qui ont adopté le droit civil. Les auteurs classent les droits civils allemand et scandinave entre les deux types de droits extrêmes précédents.

Dans la même lignée que La Porta *et al* (1998), Levine *et al* (2000), qui reprennent à leur compte, l'analyse de La Porta *et al*, montrent dans une étude sur 71 pays de tous niveaux de développement couvrant la période 1960-1995 que les divergences des systèmes juridiques et les normes comptables expliquent l'hétérogénéité des niveaux de développement financier entre pays.

Leur analyse montre par ailleurs que le niveau de développement des intermédiaires financiers est plus important dans les pays où les lois découlent du droit germanique. Ce résultat est évidemment en contradiction avec ceux de La Porta *et al* pour qui les pays dont le

système judiciaire repose sur la common law ont tendance à mieux protéger les investisseurs. Pour Levine *et al* (2000), le développement financier est plus faible dans les pays dont l'origine légale est française mais ce résultat ne se vérifie plus une fois ce dernier contrôlé pour le niveau de développement économique.

Cependant, plusieurs éléments laissent penser que la théorie de la loi et de la finance repose sur des fondements fragiles. Ainsi, cette théorie se retrouve au centre de plusieurs critiques que nous allons essayer de présenter dans les paragraphes qui suivent. Pour Vilanova (2007), les sources et la qualité des données utilisées par la théorie de la loi et de la finance sont remises en question. En effet, les indicateurs utilisés par LLSV (1998) pourraient être biaisés en faveur des pays de common law. Dans les pays où le système judiciaire est faible, ces indicateurs semblent manquer de pertinence.

Par ailleurs, ces indicateurs prennent en compte uniquement le contenu du droit et ignorent donc la qualité de l'application des lois ce qui est insuffisant pour expliquer le développement des intermédiaires financiers. Contrairement à LLSV, Perotti et Modigliani (2000) ont intégré dans leur analyse la qualité de l'application des règles à la place du contenu du droit afin d'étudier l'impact de l'environnement légal sur le développement financier. Leur étude montre que l'effet de la qualité de l'application des règles juridiques sur le niveau de développement financier est plus important dans les pays ayant adopté le droit civil scandinave comparativement aux pays anglo-saxon.

La deuxième critique adressée à la théorie du droit et de la finance concerne le sens de causalité entre le développement des marchés financiers et la protection des investisseurs. Une étude menée par Hytiner *et al* (2002) montre que c'est le fleurissement des marchés financiers qui cause les changements de la protection des investisseurs. En revanche, la relation ne joue pas en sens inverse.

Enfin, la théorie du droit et de la finance a été contestée car selon plusieurs auteurs le droit ne peut pas être le principal déterminant des différences nationales en termes de développement financier comme le suggère ce courant. En effet, un facteur non variable dans le temps comme la tradition légale ou l'origine des lois ne peut expliquer à lui seul l'hétérogénéité des niveaux de développement financier entre pays et dans le temps (Rajan et Zingales, 2000). Pour ces raisons, les théoriciens du courant politique sont intimement convaincus que les facteurs politiques (Poudon, 1991 ; Roe, 1994 ; Pagano et Volpin, 2001 ;

Rajan et Zingales, 2003 ; Haber *et al*, 2003) sont plus déterminants que l'héritage du droit dans la formation du développement financier.

### ***b. La théorie des origines coloniales des institutions***

Cette théorie revient aux travaux d'Acemoglu *et al* (2000) qui étudient l'impact des institutions sur le développement économique des pays anciennement colonisés en fonction des conditions sanitaires prévalant à l'époque de leur colonisation. A l'inverse du courant Law and Finance, qui fonde son analyse sur les traditions légales importées par les occupants, la théorie des dotations quant à elle, s'intéresse aux conditions sanitaires initiales trouvées par les occupants. En s'appuyant sur ces travaux, Beck *et al* (2003) ont essayé par la suite de mettre en évidence le lien entre le développement de la structure institutionnelle et le développement des intermédiaires financiers. La théorie des dotations initiales prétend que les différences géographiques et sanitaires ont joué un rôle déterminant dans l'émergence des institutions notamment financières dans les pays anciennement colonisés. L'analyse menée par Acemoglu *et al* (2011) repose sur trois points :

Les différents types de politiques de colonisation ont joué un rôle déterminant dans le développement de différents types d'institutions. Il existe deux types de politiques de colonisation : dans le premier cas, les colons européens ont adopté une politique d'extraction pure et simple des ressources sans pour autant mettre en œuvre des réformes institutionnelles. Ces pays colonisateurs ont en revanche créé des institutions centralisant le pouvoir pour servir leurs propres intérêts. C'est le cas des pays d'Afrique Subsaharienne et les pays d'Amérique Latine. Dans le deuxième cas, les européens ont formé des colonies de peuplement comme aux Etats Unis, en Australie et en Nouvelle Zélande. Pour ce faire, ils ont créé des institutions défendant les droits de propriété privée et la libre concurrence.

Les stratégies de colonisation et les différents types d'institutions mises en place dépendent de l'hostilité de l'environnement géographique auquel ont fait face les européens durant la période de colonisation. Dans les environnements géographiques inhospitaliers où les conditions sanitaires étaient défavorables (taux de mortalité élevé des colons, présence d'épidémie, etc), les colons européens ne s'installaient pas et cherchaient à mettre en place des institutions à des fins d'exploitation des ressources naturelles des pays colonisés. En revanche, lorsque l'environnement géographique et les conditions sanitaires étaient plus favorables, les colons adoptaient les principes d'une colonie de peuplement.

Les premières institutions mises en place par les occupants sont celles qui demeurent la référence même après l'indépendance politique du pays. Ainsi, selon la théorie des dotations initiales, les colonies d'installation auront tendance à former des gouvernements post-coloniaux plus démocratiques que ceux des colonies d'extraction.

Le constat fait par Acemoglu *et al* (2001) pour le développement institutionnel, peut être appliqué au secteur financier. En effet, dans les pays ayant subi une politique d'extraction, les colons ne se sont pas préoccupés d'y construire des institutions contribuant au développement de marchés financiers libres et concurrentiels étant donné que plus de transparence sur ce type de marché réduirait les avantages tirés d'une politique d'extraction (Beck *et al*, 2003). En revanche, dans les pays ayant subi une politique d'installation, les occupants ont mis en place des institutions défendant le droit de propriété privée et favorisant ainsi le développement des intermédiaires financiers.

La théorie des dotations véhicule l'idée selon laquelle les pays disposant de dotations initiales avantageuses dans lesquels les colons ont adopté une politique d'installation disposent actuellement des institutions financières les plus développées et des systèmes de protection des investisseurs les plus performants comparativement aux ex-colonies. Cette théorie a été testée et validée dans une certaine mesure par Beck *et al* (2003) sur un échantillon composé de 70 ex-colonies sur la période 1990-1995.

Les pays anciennement colonisés qui avaient de faibles taux de mortalité des colons, ont tendance aujourd'hui à mieux protéger les droits de propriété privée. Ils sont dotés également de secteurs bancaires et de marchés financiers plus développés que dans les autres ex-colonies. Les résultats des tests montrent par ailleurs que les dotations initiales sont plus déterminantes que l'origine légale dans la formation du développement financier. Cette étude ne permet pas de rejeter la thèse du droit et de la finance. En effet, les pays de tradition civiliste ont tendance à moins protéger les droits de propriété et à avoir des systèmes financiers moins développés que les pays où les lois découlent de la tradition Common law.

L'optique des dotations initiales peut être contestée pour plusieurs raisons. En effet, dans les pays africains les structures institutionnelles ne sont pas développées et ceci quelque soient leurs dotations en ressources naturelles, leurs états sanitaires et l'origine du droit (Kpodar, 2006). Malgré, un environnement sanitaire et un héritage institutionnel avantageux, des pays comme le Zimbabwe n'ont pu atteindre les mêmes performances économiques que

les Etats-Unis ou les pays de l'Asie du Sud Est (Kpodar, 2006). Enfin, tout comme le droit, un facteur historique invariable dans le temps comme le taux de mortalité des occupants ne peut expliquer à lui seul les changements importants en terme de développement financier entre pays et dans le temps.

*c. Les institutions politiques et le développement financier : la thèse de Rajan et Zingales*

L'optique de la structure politique et le développement financier accorde un rôle crucial à la politique dans la construction des institutions financières. Ainsi, ce sont les différentes structures politiques qui sont à l'origine des différences entre les systèmes financiers. Selon cette théorie, une structure dirigeante forte et centralisée peut compromettre le développement du système financier en particulier en présence d'une élite au pouvoir qui a intérêt à freiner ce développement. Un gouvernement décentralisé et démocratique par contre peut créer les conditions politiques du développement du système financier. Dans certains pays, des groupes d'intérêt hostiles au développement des intermédiaires financiers peuvent exercer des pressions sur le législateur et donc compromettre l'application des lois et de la réglementation handicapant ainsi le développement des institutions financières.

Dans un travail intéressant, Roe (2000) met l'accent sur les facteurs politiques pour expliquer les différences en termes de structures d'actionnariats entre les firmes américaines et les firmes d'Europe continentale. Pour lui, dans les sociales démocraties européennes, les dirigeants ont tendance à privilégier l'intérêt des salariés au détriment des actionnaires. Ainsi, les firmes familiales ou les firmes à actionnariat concentré représentent les formes de propriété les plus importantes. Cela peut conduire également à créer des tensions entre les dirigeants et les actionnaires. En revanche, aux Etats-Unis, pays n'ayant pas instauré un climat social, ce sont les firmes cotées à actionnariat dispersé qui dominent. Roe (2000) considère que les facteurs politiques sont plus déterminants que le droit dans la formation du développement des systèmes financiers des pays développés. Mais, l'auteur ne rejette pas pour autant les prédictions théoriques de la thèse juridico-financière. Pour lui, l'argument de protection juridique des investisseurs reste pertinent dans les pays en voie de développement.

De même, Rajan et Zingales (2003, RZ dans la suite du texte) fondent leur analyse sur les facteurs politiques afin d'expliquer l'évolution non monotone du développement financier. Selon cette approche, il existe deux groupes aux intérêts antagoniques qui exercent des pressions sur les autorités politiques. Le premier groupe qui peut tirer des avantages du

développement des intermédiaires financiers prône alors leur développement. A contrario, le deuxième groupe composé de grandes entreprises et de grandes banques est hostile au développement des intermédiaires financiers qui ne sert pas forcément ses intérêts. Ce dernier groupe réticent à tout changement va faire pression sur les autorités publiques pour ne pas lancer le chantier des réformes financières nécessaires au développement du système financier. Pour RZ (2003), il est dans l'intérêt des entreprises en place de freiner le développement financier car ce dernier (c'est à dire le développement financier) encourage l'entrée de nouvelles entreprises sur le marché. Ce qui peut réduire les rentes des entreprises en place. De même, les banques n'ont pas intérêt à ce que le système financier se développe car l'arrivée de nouvelles banques dans le paysage bancaire limiterait leur rente et détruirait leur capital social. Les perdants composés d'anciennes entreprises et les premières banques implantées sur le marché se trouvent alors dans l'obligation de former des lobbies qui vont faire pression sur les autorités politiques afin de retarder le plus possible la mise en œuvre de réformes nécessaires au développement du système financier. Comme toute réforme institutionnelle, les réformes financières se heurtent à des résistances de la part de groupes d'intérêt hostiles à tout changement. Le secteur financier se développera alors seulement si les groupes d'intérêt acceptent le changement et donc ne s'opposent plus à son développement ou bien dans le cas d'un changement radical de structure politique. Par ailleurs, un degré d'ouverture commerciale et financière (ouverture économique) plus élevé contribuera davantage à la levée de l'opposition des groupes de pression du secteur réel et financier et donc au fleurissement des intermédiaires financiers. En d'autres termes, les groupes de pression seraient moins puissants dans les économies dotées de secteurs financier et commercial les plus ouverts. Dans ces économies, le degré d'influence des groupes d'intérêt en termes de politiques économiques serait également moins important.

Dans le secteur réel, l'ouverture commerciale réduit les rentes des entreprises nationales et donc leur capacité d'autofinancement. Ces entreprises, qui ont besoin de fonds pour se financer et pour maintenir leur activité face à la concurrence étrangère n'ont plus intérêt à s'opposer au développement des intermédiaires financiers et finissent alors par accepter le changement et donc les réformes financières.

Il est à noter que l'ouverture commerciale ne pourra à elle seule lever l'opposition des groupes de pression et donc créer les conditions politiques du développement financier. En effet, l'ouverture commerciale doit être accompagnée de la mobilité des flux de capitaux

(transfrontaliers). Face à l'exacerbation de la concurrence étrangère dans le secteur bancaire et financier, les banques nationales vont perdre une partie de leurs meilleurs clients et vont subir une baisse de leurs opérations et de leurs revenus. Ainsi, elles se retrouvent dans l'obligation de financer de nouveaux clients pour lesquels elles ne disposent pas d'information et dont les investissements peuvent comporter une part d'incertitude. Cela pousse alors les banques à investir davantage en information (à obtenir des informations sur leurs clients ou leurs projets), à mieux appliquer les contrats et enfin défendre des mesures permettant une plus grande transparence de l'information et une plus grande protection des investisseurs. Ce qui stimule en retour le développement de l'appareil financier.

Dans une étude qui couvre 24 pays majoritairement en développement sur la période 1913-1997, RZ (2003) ont soumis avec succès cette théorie à la réfutation économétrique. En effet, le développement financier est corrélé positivement à l'ouverture commerciale en période de forte mobilité des capitaux. A l'inverse, en période de faible mobilité de capitaux, la relation qui lie les deux variables précédentes serait non significative.

De même, Law et Demetriades (2004) valident cette théorie sur un échantillon composé de 43 pays en développement durant la période 1980-2000. Leur étude montre que l'ouverture commerciale associée à l'ouverture financière (à travers une variable croisée entre l'ouverture commerciale et l'ouverture financière) favorise le développement du système financier.

#### ***d. Le dilemme permanence-flexibilité du cadre institutionnel***

Pour Allegret *et al* (2003), la dimension institutionnelle revêt une importance cruciale en raison de la faculté de la structure institutionnelle que connaît l'économie à un instant donné à favoriser ou à compromettre la libéralisation de la sphère financière.

Dans les pays qui se sont engagés dans la voie de la libéralisation et de l'ouverture financières, on assiste dans un premier temps à l'abandon brutal des mécanismes traditionnels de coordination comme les règles et usages (suppression de la politique de fixation des taux d'intérêt par les autorités gouvernementales, l'abandon des politiques de crédits dirigés ou la prise de contrôle des banques domestiques par les sociétés étrangères) et par ailleurs à l'importation de règles et d'usages nouveaux (les règles de transparence, de gouvernance d'entreprise ....). L'adoption de ces derniers est un processus long qui doit s'accompagner de la mise en place d'institutions de surveillance et de régulation (règles prudentielles, comptables, d'audit), chose qui n'est pas instantanée. Le plus souvent, les pays ayant amorcé

un processus de libéralisation et d’insertion de leurs systèmes financiers dans l’économie mondiale ne se préoccupent pas de mettre en place des institutions stabilisatrices appropriées. Ces facteurs alimentent alors la fragilité institutionnelle, qui accroît la fragilité du système bancaire (Sinapi, 2005).

Les économies émergentes sont ainsi confrontées au « *dilemme permanence-transformation du cadre institutionnel* » (Allegret *et al* ; 2003). La question qui se pose à ces pays est celle de la manière dont les nouvelles institutions peuvent réussir à s’intégrer à l’environnement institutionnel initial qui comprend des institutions déjà en place et où l’idée de permanence revêt une importance cruciale. Pour certains auteurs, « *toute économie ayant opté pour un processus de libéralisation est confrontée au problème de changement institutionnel qui implique de résoudre la contradiction qui existe entre l’idée même de changement institutionnel avec celle d’institution comme point d’orientation qui suppose sa fixité* » (Allegret *et al*, 2003, p. 225). Dans les pays ayant libéralisé leurs sphères financières, l’abandon des mécanismes traditionnels de coordination (planification) peut engendrer des crises. En effet, l’ajustement de la structure institutionnelle est un processus long et difficile qui passe obligatoirement par une période d’indétermination au moins les premiers temps qui suivent le processus de libéralisation financière. Durant cette période, il existe une asymétrie entre l’abandon – la destruction rapide – d’anciennes institutions et l’adoption de nouvelles – la construction lente – autrement dit un vide institutionnel conduisant ainsi à une vacance de règles, ce qui est peu propice, à une coordination efficace des plans individuels (Allegret *et al*, 2003).

Dans la démarche vers la libéralisation financière, les réformes institutionnelles qui vont de paire avec ce processus peuvent conduire à modifier la position des agents et même perturber leurs repères sans pour autant les indemniser en contrepartie des pertes engendrées. De peur de perdre leurs avantages liés à leur position dominante dans le secteur bancaire ou sur le marché, les banques peuvent adopter un comportement qui peut entraver le bon fonctionnement des institutions engendrant ainsi des crises.

Par ailleurs, il est à souligner que le processus d’adaptation à la nouvelle structure institutionnelle et réglementaire est soumis à des délais : délais de la mise en place, délais de construction et délais d’apprentissage. Etant donnée la capacité limitée d’apprentissage des acteurs, le changement économique par unité de temps est limité lui aussi en particulier dans les économies émergentes (Allegret *et al*, 2003).



En fait, la libéralisation de la sphère financière nécessite une transformation profonde de la structure institutionnelle chose qui ne se fait pas d'une façon instantanée. Ces institutions prennent généralement beaucoup de temps pour se mettre en place et nécessitent une période d'adaptation. Dans la réalité, la mise en œuvre des réformes institutionnelles se heurte à des résistances et s'accompagne de coûts considérables à toute économie, ce qui conduit le plus souvent à repousser les réformes. En effet, les agents, en anticipant une modification de leur position qui n'est pas souvent accompagnée d'indemnisation des pertes occasionnées, peuvent faire échec au développement d'un cadre institutionnel propice à l'épanouissement des intermédiaires financiers et à la libéralisation et l'ouverture financières en influençant la politique économique par exemple.

Par ailleurs, dans les pays émergents, les pouvoir politiques, ont le plus souvent tendance à freiner la mise en place des institutions car cela réduirait leur influence d'une part. D'autre part, cela les empêcherait de satisfaire les intérêts d'un groupe particulier pour qui, le développement institutionnel y compris le développement des institutions financières lui serait nuisible. Un système financier développé implique plus de transparence, ce qui ne sert pas forcément les intérêts des autorités en place. Enfin, les réformes institutionnelles sont le plus souvent repoussées car la mise en place des institutions engendre des coûts considérables à toute économie.

Mais, les théories et les différentes approches mettant en jeu les interactions entre le développement institutionnel et le développement financier n'ont pas occulté la possibilité d'existence d'une structure parallèle, qui remplace le rôle joué par les institutions formelles. Outre le facteur de la qualité de l'environnement institutionnel et légal<sup>19</sup>, un autre facteur non moins important façonnant le niveau de développement des systèmes financiers émerge dans la littérature récente. Il s'agit de la notion de confiance ou capital social présenté comme le complément naturel à l'environnement institutionnel et légal. L'expérience chinoise montre qu'il n'existe pas un unique modèle de développement institutionnel. Ce pays malgré un déficit démocratique évident et de faibles institutions conventionnelles a pu mener à bien sa transition vers la libéralisation financière. En effet, dans les pays émergents qui nous intéressent, le capital social peut se substituer aux institutions traditionnelles en jouant un rôle similaires et en offrant les même garantis au développement financier.

---

<sup>19</sup> Béji (2009) définit l'environnement institutionnel de la manière suivante : « Par environnement institutionnel, on entend l'origine des lois, la qualité de leur application, la protection des droits des créateurs, la bonne gouvernance, le contrôle de la corruption, etc » Cf Béji (2009, p. 230).

### 2.2.2. L'importance du capital social dans le développement financier

Afin d'expliquer la réussite de certains processus économiques, certains auteurs font appel à des facteurs autres qu'économiques. Ils s'appuient notamment sur les notions confiance, les normes, la participation de la société civile et les réseaux sociaux, qui forment l'infrastructure sociale d'un pays autrement dit son « capital social ». Ces travaux cherchent à montrer qu'une société fondée sur des relations de confiance et de coopération peut contribuer au développement économique. Ainsi pour Temple (2001, p.90), « *la notion de capital social offre apparemment un formidable moyen potentiel d'établir une distinction entre les pays et leurs perspectives de croissance. Elle offre un moyen utile pour réfléchir aux aspects de la société qui, même s'il est difficile de les mesurer et de les intégrer dans de véritables modèles, peuvent être des déterminants importants de la prospérité économique à long terme. Certains économistes (mais pas tous) ont l'intuition que "les questions de société" ont suffisamment de poids pour contrebalancer l'absence actuelle de ce qui pourrait ressembler à un fondement théorique* ».

La notion de 'capital social' n'est pas nouvelle. Il s'agit d'un concept emprunté à la sociologie. Dans la littérature moderne, le concept capital social tel que le comprend aujourd'hui remonte aux années soixante-dix notamment grâce aux œuvres de sociologues tels que Jacobs (1961), Bourdieu (1979, 1985), Coleman (1990), Fukuyama (1995,1999), Woolcok (1998) et du politologue américain Putnam (1993, 2000). Toutefois, des économistes ont essayé d'apporter leur contribution. Ces derniers considèrent le capital social comme la « *colle forte* » qui soude la société (Stiglitz, 2002, p. 259, *in*, Béji, 2009, p. 232). Pour Coleman (1990), le capital social est inhérent aux relations humaines au sein de la société. Il est constitué par les relations d'autorité, les relations de confiance et les normes. Putnam (1993) définit le capital social comme « *les caractéristiques de la vie sociale telle que réseaux, normes, et confiance qui permettent à des participants d'agir ensemble plus efficacement pour poursuivre des objectifs partagés* » (Putnam, 1993, *in*, Bousrih et Trabelsi, 2005, p. 88). Pour Fukuyama (1997), il s'agit de « *l'existence d'un ensemble de règles informelles ou de normes communes entre les membres d'un groupe qui permettent la coopération entre eux [...] les normes qui produisent le capital social [...] doivent substantiellement comprendre la sincérité, la loyauté, la coopération et la réciprocité* » (Fukuyama, 1995, *in*, Bousrih et Trabelsi, 2005, p. 85). Pour l'auteur, la confiance sociale constitue la principale composante du capital social : « *Le capital social est un actif qui naît*

*de la prédominance de la cofinance dans une société ou dans certaines parties de celles-ci »* (Fukuyama, 1995, *in*, N'Guessan, 2005, p. 6).

Cependant, la notion de capital social a été critiquée pour l'absence de cadre théorique clair (Ponthieu, 2006). Ce qui n'a pas empêché les organismes internationaux comme la Banque mondiale et l'OCDE d'intégrer le capital social dans leurs études en particulier en raison de son rapport avec la pauvreté et le développement.

Dans la littérature économique, la notion de capital social a été avancée pour expliquer l'hétérogénéité des niveaux de développement financier et de développement économique entre pays. Celle-ci nous enseigne, que la confiance joue un rôle prépondérant dans la détermination de l'activité et du développement des systèmes financiers ainsi que les performances économiques des pays (Guiso *et al*, 2000 ; Calderon *et al*, 2001). En améliorant l'information sur le risque de la personne, le capital social contribue également à résoudre en partie les problèmes posés par l'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs.

Particulièrement dans les économies émergentes, une partie importante des relations financières reposent uniquement sur la confiance qu'entretiennent entre eux les individus, ce qui permet une réduction considérable des coûts de transactions, des coûts de monitoring et des coûts d'information (Fukuyama, 1995). La possibilité d'un lien empirique clairement établi entre le capital social mesuré par le niveau de confiance et le développement financier provient du fait que le contrat financier entre prêteur et emprunteur exige au préalable un certain degré de confiance pour le respect de ses clauses. Dans une société basée sur une confiance généralisée, cette confiance contribue directement à la multiplication de l'établissement des contrats et donc au développement des marchés financiers (Bousrih et Trabelsi, 2005). En revanche, dans les pays où la confiance n'est pas un sentiment partagé par l'ensemble de la population, le taux de bancarisation est vraisemblablement plus faible que dans les économies où la confiance règne entre les différents acteurs du marché. Guiso *et al* (2000) montrent à partir d'une étude portant sur les régions du Nord et du Sud de l'Italie que dans les régions où la confiance est élevée, les agents détiennent moins d'espèces, plus de dépôts bancaires, recourent davantage aux chèques pour les règlements, se voient moins refuser l'accès aux crédits institutionnels et ont moins recours aux prêts familiaux autrement dit les crédits informels.

Dès lors, le capital social devient le complément naturel du développement institutionnel et légal dans une économie. C'est pourquoi dans certains pays en développement, la micro-finance apparaît comme assez développée. Dans ces pays, le développement du capital social a dû créer un climat de confiance propice à l'extension des crédits aux participants afin de réaliser des investissements susceptibles d'améliorer leurs revenus, leur condition de vie et aspirer au bien être. Pour N'Guessan (2005, p. 19), « *la participation aux programmes de micro-crédit exerce un effet bénéfique qui va au-delà de la stricte relation financière. En produisant du capital social, les institutions de micro finance élargissent les réseaux d'information des individus et renforcent leurs potentialités économiques. Le développement de relations de confiance est une manière de favoriser l'activité financière et donc d'améliorer l'efficacité de l'économie* ».

Enfin, les expériences de finance informelle reposent sur des liens familiaux, sociaux et communautaires (les réseaux) et sur la confiance entre les agents économiques. Le niveau de développement de l'infrastructure sociale joue donc un rôle important dans le succès de la finance informelle dans un bon nombre de pays.

### **3. LES PRATIQUES DE LA REGULATION FINANCIERE ET DES CONTROLES DE CAPITAUX**

Les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix ont été marquées par un mouvement d'ouverture financière internationale qui a également et largement touché les pays en voie de développement. Mais suite aux crises financières, plusieurs arguments théoriques affirment que le processus de globalisation financière a atteint ses limites. Une des raisons évoquées est que les politiques de libéralisation financière menées dans certains pays en développement souvent incitées par le FMI négligent la régulation financière et le contrôle des flux de capitaux. Dans ce contexte, la régulation financière et le contrôle des flux financiers retrouvent une certaine légitimité. Dans le passé, le FMI affirmait une volonté ferme à atteindre la convertibilité du compte capital allant même jusqu'à faire pression sur les pays émergents afin de réduire le contrôle et la régulation financière. Ce n'est qu'après la survenue de la crise asiatique que l'institution a changé de position (Stiglitz, 2002, p. 142, *in*, Béji, 2009, p. 130). Le FMI semble admettre désormais que la régulation financière et les contrôles de capitaux peuvent être partie prenante d'une stratégie d'intégration des systèmes financiers des PVD dans l'économie internationale.

#### **3.1. Les pratiques de la régulation financière**

La réglementation et la supervision du secteur financier ont été souvent évoquées dans la littérature économique comme des facteurs permettant de contrer l'instabilité financière car contrairement aux autres marchés, les marchés financiers n'assurent pas de façon automatique leur autorégulation. Mais, ce n'est qu'à la suite de la publication de la base de données de Barth *et al* (2001) sur la régulation et la supervision des banques dans le monde que l'axe de recherche qui s'intéresse aux interactions entre le développement financier et la régulation financière a reçu une attention particulière. Dans ce qui suit, nous présentons les pratiques de la régulation financière qui sont susceptibles d'avoir une incidence sur le développement des appareils financiers. Auparavant, nous exposons les différentes approches théoriques concernant le débat sur la place de l'Etat dans ces pratiques de la régulation.

##### **3.1.1. La nature et l'indépendance de l'autorité de régulation**

Dans la littérature économique, il existe trois approches théoriques concernant la place que doit occuper l'Etat dans la surveillance et la régulation financière.

***a. Une approche extrême de non intervention de l'Etat***

Cette approche est fondée sur le paradigme des marchés efficients. Les tenants de ce premier courant croient aux vertus des mécanismes de marchés libres qui fournissent la meilleure modalité de fonctionnement des sphères économiques et financières. Le paradigme des marchés efficients croit à la primauté d'un mode de régulation particulière qui est l'autorégulation. Selon cette approche, la régulation financière confie la coordination des activités des agents privés aux marchés déréglementés en écartant le rôle joué par les autorités gouvernementales dans la régulation du système financier. Ainsi, les marchés se substituent aux pouvoirs publics pour assurer la supervision et instaurer la discipline aux institutions financières. Ce modèle suppose que dans un monde sans coût de transaction et d'information, où existe un Etat bienveillant et une bonne définition des droits de propriété, la régulation de l'appareil financier par les autorités gouvernementales n'a pas lieu d'être car les épargnants s'en chargeraient déjà. Mais ce monde parfait n'est qu'une illusion et une autorité de supervision est indispensable pour encadrer le fonctionnement des marchés financiers. L'autorité de régulation peut être soit l'Etat, soit une entité indépendante de l'Etat.

***b. L'approche interventionniste de la régulation financière***

L'approche interventionniste de la régulation financière considère que les agents privés n'ont pas la capacité à gérer et à contrôler eux même les risques qu'ils prennent sur les marchés financiers. Etant donné leur manque d'information et leurs capacités limitées à contrôler des activités financières aussi complexes avec des produits financiers de plus en plus innovants, une agence de supervision aux pouvoirs étendus peut améliorer la gouvernance au sein du système bancaire, et ainsi stimuler l'efficacité des banques dans l'intermédiation de l'épargne. L'intervention des pouvoirs publics comme un superviseur délégué de la part des déposants, permet d'exploiter au passage les économies d'échelle pour réduire les coûts élevés de recherche d'information (Demirgüç Kunt et Levine , 2008, p. 42, *in*, Béji, 2009, p. 132). Les tenants de ce deuxième courant supposent que le gouvernement dispose des capacités, des ressources et des moyens indispensables pour assurer le contrôle et instaurer la discipline aux institutions financières. L'existence d'un pouvoir de monopole, d'externalités négatives et d'imperfections de l'information légitime l'intervention des pouvoirs publics pour atténuer ces anomalies liées au fonctionnement des sphères financiers, remédier aux défaillances de marchés financiers et bancaires et augmenter le bien-être social.

Toutefois, l'optique politique de la régulation affirme que les agences étatiques de régulation peuvent faire l'objet de pressions politiques, et donc peuvent dévier de leur fonction principale qui consiste à encadrer les activités bancaires dans l'unique but d'assurer le bien-être collectif. Dans un tel environnement, une autorité de contrôle puissante peut être à l'origine de problèmes de corruption et donc s'éloigner de son objectif principal, en n'améliorant pas le développement du secteur bancaire (Barth *et al*, 2002, p. 8, *in*, Béji, 2009, p. 132). Les politiciens peuvent ainsi pousser les banques à octroyer des prêts à des firmes à des fins politiques, ou les grandes banques peuvent influencer les politiciens pour que les règles de supervision qui régissent le fonctionnement du système financier servent leurs intérêts plutôt que l'intérêt général. Dans ces conditions, la régulation et le contrôle du système bancaire par le gouvernement peut réduire l'efficacité des banques dans l'allocation des prêts.

### *c. L'approche de l'indépendance des agences de supervision*

L'approche de l'autonomisation des agences de supervision occupe une place intermédiaire entre les deux approches extrêmes précédentes. Cette optique admet l'importance des défaillances du marché qui légitiment la régulation publique. Elle admet également l'insuffisance de cette intervention étatique car elle peut dévier la régulation bancaire publique, suite à des pressions de nature politique ; de l'objectif de pallier aux imperfections du marché. La régulation étatique ne fournit pas toujours des solutions suffisantes aux défaillances de marchés. La théorie d'autonomisation des agences de supervision estime que la création de structures de régulation indépendantes des marchés et des autorités gouvernementales peut se révéler nécessaire pour trouver un compromis entre l'incapacité des marchés à s'autoréguler et celui de l'Etat pour assurer la supervision et établir la discipline aux institutions financières. Selon cette optique, si les superviseurs ont leurs propres incitations, l'autonomie des structures de régulation vis-à-vis du gouvernement réduit la probabilité que les politiciens se servent de ses structures pour influencer les banques à accorder des prêts pour des raisons politiques. De la même manière, si l'autorité de contrôle financier est indépendante des marchés, il est moins probable que l'agence de supervision soit sous l'influence de grandes banques.

Barth *et al* (2007) ont exploré le lien empirique entre les systèmes de régulation et de supervision, le développement de l'appareil bancaire, ses performances et sa stabilité. Il ressort de leur analyse appliquée effectuée sur un échantillon composé de 107 pays que la

régulation financière par une agence de supervision étatique n'exerce pas une incidence favorable sur le développement financier. Les auteurs trouvent que les pratiques de régulation qui obligent la diffusion des informations et encouragent le contrôle bancaire par le secteur privé améliorent le niveau de développement du secteur bancaire, son efficacité et sa stabilité. De même, Cuadro *et al* (2003) ont montré que la qualité de la régulation bancaire (surtout l'indépendance des structures de supervision) est positivement liée à la taille et à l'efficacité de l'appareil financier pour les pays développés. Ce lien se vérifie dans les pays émergents que lorsque ces derniers évoluent dans un environnement institutionnel et légal sain.

#### *d. Les restrictions sur les activités bancaires*

Des points de vue s'opposent dans la littérature économique sur la question de la restriction des activités des banques comme pratique de contrôle de l'activité financière. Dans certaines économies, les banques ne sont pas autorisées à détenir des compagnies d'assurances ou des entreprises non financières. D'une part, des problèmes risquent de surgir quand la banque s'engage dans des activités aussi diversifiées et complexes. En raison des problèmes d'asymétrie d'information, il serait difficile pour les autorités de supervision de contrôler un système bancaire aussi complexe. De plus, étant donné que l'aléa moral encourage la prise de risque, les banques seront plus incitées à prendre davantage de risque si celles-ci s'adonnent à des activités diverses dépassant le cadre de l'intermédiation classique (Boyd *et al*, 1998). D'autre part, le pouvoir de marché et le pouvoir politique dont jouissent ces grandes banques fausseraient le jeu de concurrence et influenceraient les autorités politiques.

Néanmoins, des auteurs minimisent les problèmes d'asymétrie d'information. Ces derniers présentent des arguments contre l'imposition de restrictions sur les activités bancaires. Selon eux, moins de restrictions régulatrices permettraient aux banques de profiter des économies d'échelle et en retour de fournir de manière plus efficace les services financiers. Barth *et al* (2003) ont montré que les pays qui imposent des restrictions aux banques sur les marchés boursiers, dans l'immobilier et dans le secteur des assurances ont tendance à avoir des appareils financiers faiblement développés, étant donné que les banques ne peuvent pas s'engager dans des activités diverses autre leurs activités d'intermédiation traditionnelles et exploiter des économies d'échelle.



### *e. L'assurance de dépôt*

La littérature fournit des arguments divergents sur l'impact de la régulation par l'établissement de l'assurance de dépôt sur le développement financier. Le système d'assurance dépôt en garantissant les dépôts des épargnants, maintient leur confiance et réduit la fragilité du secteur financier. Il permet alors une meilleure mobilisation de l'épargne. En retour, le développement financier se trouve affecté favorablement. Dans les pays en voie de développement, la stratégie consistant à garantir les dépôts des banques peut se révéler contreproductive en raison des problèmes d'aléa moral qu'elle peut occasionner. La libéralisation financière parce qu'elle donne aux banques une plus grande liberté d'action, elle accroît leur exposition au risque. Pour McKinnon (1988), dans les pays où sévit l'instabilité macroéconomique où l'état de droit, le système judiciaire et la surveillance bancaire sont défectueux, les autorités peuvent être incitées à mettre en place un système d'assurance publique des dépôts, ce qui peut conduire à créer des problèmes dans le secteur bancaire car plus une banque est protégée, et plus elle peut succomber à la tentation d'une gestion risquée. En effet, cette dernière peut être incitée à accorder des prêts à des taux d'intérêt excessivement élevés que seuls les emprunteurs les plus risqués accepteront de payer avec l'idée que si l'investissement est un succès elle fera d'importants profits. Alors que si l'investissement est un échec, elle limitera ses pertes grâce à l'assurance publique. Ainsi, les banques peuvent être inciter à adopter un comportement risqué si elles sont protégées par des mécanismes de protection publique, tels que l'assurance d'une intervention salvatrice du prêteur en dernier ressort et les plans de sauvetage des banques en difficulté qui posent un problème d'aléa morale. C'est pourquoi dans la théorie économique, l'impact des mécanismes d'assurance sur l'approfondissement financier reste ambigu et soumis à controverse (Cull *et al*, 2001).

### **3.2. Les pratiques des contrôles de capitaux**

L'établissement de contrôles sur les mouvements de capitaux entre les différentes banques et les différents marchés financiers a été au centre de plusieurs débats. Le procès classique des restrictions appliquées aux flux de capitaux franchissant la frontière d'un pays donné repose sur des arguments simples. L'analogie avec les arguments théoriques standards qui prônent la libéralisation des échanges de biens et de services est immédiate. Dans la

mesure où la libre circulation des marchandises peut apporter des avantages aux pays consentant un tel processus pourquoi ne pas l'étendre au cas des marchés des capitaux?

Deux approches se dessinent alors dans la littérature sur le sujet. La première approche place sur un pied d'égalité les échanges de biens et de services et l'échange des titres financiers. Ainsi, les économistes libéraux considèrent qu'une libre mobilité internationale des capitaux qui suit la libéralisation financière, peut être à l'origine des mêmes gains que la libéralisation commerciale.

La deuxième approche critique ce point de vue. Ainsi, Bhagwati (1998), pourtant fervent défenseur de la libéralisation commerciale estime que ce raisonnement par analogie ne peut être étendu au cas des marchés des capitaux. En effet, les flux financiers ne peuvent être assimilés à des flux commerciaux étant donné leur caractère éradique. Dans un monde de plus en plus globalisé, les flux de capitaux transitent plus facilement d'un pays à l'autre ignorant les frontières financières et peuvent donc déstabiliser un pays ou des régions toutes entières. Cette approche prône de ce fait la régulation étatique des mouvements de capitaux afin d'atténuer les troubles que ces derniers peuvent engendrer.

La multiplication des crises bancaires et financières (la crise du Sud-Est Asiatique, le Brésil et la Russie) depuis la fin des années quatre-vingt tend à remettre en question le bien-fondé de la globalisation financière. Dans ce contexte, Krugman (1999) affirme que : « *Tôt ou tard, nous aurons à revenir au début du chemin parcouru : afin de limiter les flux de capitaux qui ne vont pas de pair, ni avec les unions monétaires, ni avec le régime de change flottant* » (Krugman, 1999, in, Béji, 2009, p. 145). Bhagwati (1998) et Cooper (1998) considèrent qu'en raison des imperfections naturelles des marchés financiers en particulier des asymétries d'information, l'instauration de la libre circulation des flux financiers entre les différents acteurs sur ce type de marchés à l'échelle mondiale sans aucune restriction peut amplifier et exporter les distorsions existantes. Elle favorise les comportements d'aléa moral et les prises de risque excessives de la part des intervenants sur les marchés financiers pouvant fragiliser les systèmes financiers entraînant même des crises financières majeures et répondues . Dans la même veine, Stiglitz (1999) argue : « *La volatilité des marchés est une réalité incontournable. Les pays en développement doivent savoir la gérer. Ils doivent envisager des politiques qui limitent l'afflux des capitaux* » (Stiglitz, 1999, p. 7, in, Béji, 2009, p. 145). Pour Béji (2009), l'intervention de l'Etat pour réguler les flux de capitaux peut se révéler nécessaire dans les économies caractérisée par des imperfections d'information et des

incomplétudes des marchés. En effet, la présence de distorsions sur les marchés financiers peut engendrer une mauvaise allocation du capital mondial et même une diminution du bien-être : « *Il semble que l'asymétrie d'information qui caractérise le fonctionnement des marchés financiers, a affecté l'efficacité de leurs mécanismes d'allocation des ressources. Il serait donc aberrant de ne faire confiance qu'à ces mécanismes de marché et d'exclure l'intervention d'une entité extérieure à des fins de régulation* » (Béji, 2009, p. 145). Dans ce contexte, les contrôles de capitaux peuvent faire une partie intégrante des stratégies envisagées par les pays qui souhaitent amorcer un processus d'insertion financière par le biais de la libéralisation et de l'ouverture.

Sur le plan empirique, Krugman (1999) a montré que les économies n'ayant pas été frappées par des crises financières sont ceux qui ont appliqué des restrictions aux flux de capitaux entrants et sortants et qui n'ont pas beaucoup libéralisé leurs appareils financiers. L'Inde est un cas d'école. D'où le terme « *syndrome indien* » (Agenor, 2001, p. 9, *in*, Béji, 2009, p. 146). Le pays en adoptant des mécanismes de contrôle sur les flux de capitaux franchissant ses frontières financières a été épargné par la vague de crises financières qui a frappé la région du Sud-Est asiatique.

Béji (2009) a essayé de classer les différentes raisons qui poussent les pays à instaurer des restrictions sur les flux de capitaux franchissant leurs frontières financières. L'auteur présente six motifs :

- La limitation des flux de court terme volatils (afin de réduire la probabilité de survenue des crises de la balance de paiements, la volatilité du taux de change, etc.).
- La protection de l'épargne domestique.
- L'accompagnement des programmes de réformes structurelles ou de stabilisation.
- La présentation de l'autonomie de la politique monétaire et de la politique de change.
- La protection des marchés financiers peu développés dans les pays émergents.
- Le maintien d'une base de taxation domestique.

Cependant, les contrôles sur les mouvements de capitaux peuvent avoir une portée limitée. D'une part, le contrôle sur les flux financiers peut devenir inefficace à travers le

temps en raison du comportement des agents privés qui peuvent s'adapter aux nouvelles mesures restrictives notamment en les contournant. Mathieson et Rojas-Suarez (1993) soulignent que l'imposition effective des mesures restrictives sur les flux financiers internationaux dépend de la capacité des autorités en place à soumettre les acteurs des marchés financiers aux mécanismes de contrôle. Cette capacité risque d'être amoindrie en raison des tentatives de contournement des agents ainsi que la difficulté à contrôler les flux financiers qui transitent plus facilement d'un pays à l'autre ignorant les frontières financières grâce aux changements structurels et au progrès technologique sur les marchés financiers. Dans ce contexte, les contrôles nécessitent alors une extension continue de la part des autorités, engendrant des coûts administratifs et des distorsions micro-économiques.

Pour ces raisons, les mesures de contrôle ne peuvent se substituer à une politique macro-économique cohérente et, en particulier, à une réglementation prudentielle capable de stabiliser le système financier domestique. Dans ce contexte, Allégret argue que *« contrôle et réglementation prudentielle ne sont pas substituables : ils ne peuvent être au mieux que complémentaires (...) On ne peut pas attendre beaucoup des contrôles pour stabiliser durablement le système financier international. En ce sens, le développement de la réglementation prudentielle et des techniques de gestion des risques semble plus efficace pour obtenir la stabilité financière de l'économie mondiale »* (Allégret, 2001, p.105).

Pour sa part, Rodrik (2015) estime qu'il est impossible d'envisager que les pays en voie de développement puissent disposer à l'heure actuelle ou dans un futur proche d'institutions capables d'atténuer les troubles que provoquent les flux financiers qui transitent plus facilement d'un pays à l'autre ignorant les frontières financières. De ce fait, les contrôles de capitaux doivent s'insérer dans une politique économique d'ensemble qui comprend la supervision et la réglementation prudentielle : *« Comme l'a démontré l'expérience des pays avancés lors de la crise financière mondiale, les systèmes de réglementation et de supervision les plus sophistiqués sont loin d'être fiables. Ainsi, demander aux pays en développement de mettre en place le genre d'institutions qui permettraient de sécuriser les flux de capitaux consiste à placer la charrue avant les bœufs ; c'est également une mission impossible. La prudence invite à adopter une approche plus pragmatique, qui donne un rôle permanent au contrôle des mouvements de capitaux aux côtés d'autres instruments réglementaires et prudentiels »* (Rodrik, 2015).

## CONCLUSION

Certes, l'idée de libéralisation financière a séduit plusieurs pays émergents pour ses effets escomptés sur la croissance. Ces dernières années, ces pays ont amorcé un processus de libéralisation financière agressif et précoce sans maîtriser la séquence des réformes et sans établir un calendrier de réformes adapté au contexte financier, légal, institutionnel, politique et économique dans lequel les différentes mesures sont introduites. Etant donné les différences en termes de développement financier, institutionnel et économique entre pays ainsi que leurs différents degrés d'adaptation aux réformes en raison de leurs capacités différenciées à absorber le changement, la libéralisation financière doit être mise en œuvre suivant une logique adaptée à chaque pays. Il ne peut donc y avoir de recommandations précises ou standards concernant l'ordre, la durée ou la vitesse du processus de libéralisation financière. Mais dans un environnement de mondialisation financière génératrice d'instabilité, les pays en voie de développement doivent amorcer un processus de libéralisation financière avec prudence tout en laissant une place de choix à l'interventionnisme étatique et en mettant en place un système de supervision performant et une infrastructure institutionnelle et réglementaire adéquate. Il ne s'agit pas de laisser « traîner les choses » en reprenant l'expression de Chouchane-Verdier (2001), mais juste de trouver la bonne trajectoire à suivre pendant la transition vers la libéralisation financière permettant le développement des marchés financiers.

Dans le chapitre suivant réservé à l'analyse appliquée, nous testons l'importance du gradualisme dans le processus de libéralisation financière totale dans un ensemble de PVD. Nous calculons également des seuils institutionnels devant être franchis au-delà desquels la libéralisation financière externe commence à procurer aux économies qui y prennent part des avantages collatéraux défendus par Kose *et al* (2006). Ce choix s'explique par l'importance de disposer d'institutions de qualité nécessaires au développement des appareils financiers. C'est en effet le facteur dont le manque se fait le plus ressentir dans les pays en développement et qui fait que ces derniers enregistrent un retard de développement économique comparativement aux autres pays.

**CHAPITRE IV : UNE ANALYSE EMPIRIQUE DE  
LA RELATION ENTRE LE DEVELOPPEMENT  
FINANCIER ET LA CROISSANCE ECONOMIQUE  
DES PVD DANS UN CADRE DE  
MONDIALISATION FINANCIERE**

Dans la littérature économique, la globalisation financière a été largement justifiée par ses retombées positives sur les performances économiques des pays pauvres. Or, plusieurs PVD ont connu de graves crises financières après avoir opté pour un flux libre de capitaux à travers leurs frontières financières. En effet, ces derniers ont amorcé un processus de libéralisation de leurs appareils financiers agressif et mal orchestré sans satisfaire à un certain nombre de conditions et de préludes indispensables pour une insertion réussie dans la finance globalisée. Dès lors, outre la stabilité macro-économique, la mise en place d'une infrastructure institutionnelle et réglementaire efficace ainsi que le suivi d'une politique de libéralisation prudente et graduelle semblent le préalable indispensable à toute politique de libéralisation et d'ouverture financière. Ce dernier chapitre est le cœur de la thèse, dans lequel nous essayons de vérifier par l'analyse appliquée, les soubassements théoriques présentés dans les chapitres précédents. Ainsi, dans la première section, nous testons l'efficacité d'une politique prudente et graduelle dans la démarche vers la libéralisation pour l'ensemble des PVD sur lesquels nous concentrons notre attention. Une analyse plus approfondie du lien entre le développement financier, le développement institutionnel et l'ouverture financière permet de déterminer des seuils de développement institutionnel au-delà desquels les PVD peuvent prétendre à une éventuelle libéralisation financière externe afin de stimuler la formation du développement financier. Dans la deuxième section, nous mettons en évidence l'importance de l'environnement institutionnel dans la relation finance-croissance. Pour se faire, nous calculons des seuils institutionnels minimums au-delà desquels le développement financier nourrit la croissance. Il est aussi question dans cette étude de tester l'efficacité de la régulation financière dans un climat de mondialisation financière génératrice d'instabilité pour que le développement financier puisse contribuer pleinement à la croissance des PVD.

# 1. DEVELOPPEMENT FINANCIER DANS UN CADRE DE MOBILITE INTERNATIONALE DES CAPITAUX : SEUILS INSTITUTIONNELS ET LA SEQUENCE DE LIBERALISATION

Le lien empirique entre le développement financier, l'intégration financière et le développement de la structure institutionnelle va être étudié en se basant sur le modèle d'Ito (2005). Au cœur de notre analyse, ce modèle nous permet d'examiner la séquence de libéralisation pour l'ensemble des pays qui font l'objet de notre étude. Ainsi, dans un premier temps, nous essayons de vérifier si l'ouverture financière est une condition au développement financier, et ce, en tenant compte de l'environnement institutionnel et légal. A l'issue de cette étude, nous calculons des seuils de développement institutionnel dans ses deux dimensions formelle et informelle auxquels les PVD doivent satisfaire afin de pouvoir bénéficier de la libéralisation financière totale pour développer leurs appareils financiers. Puis, dans un second temps, nous cherchons à savoir si l'ouverture commerciale conduit à l'ouverture financière et s'il y a une relation inverse entre les deux types d'ouverture. Ce modèle est également utilisé par Béji (2009) pour explorer les interactions unissant les variables précédentes dans les pays du bassin Sud de la Méditerranée (PSM).

## 1.1. Un modèle de la relation entre développement financier, et ouverture financière intégrant le développement institutionnel

### 1.1.1. Spécification du modèle

Pour évaluer dans quelle mesure l'ouverture financière et la qualité institutionnelle sont susceptibles d'avoir une incidence positive sur le développement financier, nous estimons un modèle de détermination du développement financier formulé par Ito (2005) où prend place, à côté du degré d'ouverture financière et d'autres variables de contrôle, le développement institutionnel ainsi que son interaction avec l'ouverture financière. La spécification du modèle est la suivante :

$$DF_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 OF_{it-1} + \gamma_2 INS_{it} + \gamma_3 (INS_{it} \times OF_{it-1}) + \Gamma Z_{it} + U_{it} \quad (1)$$

**DF<sub>it</sub>** : est une mesure du développement financier à l'instant t pour le pays i.<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> Afin de capter l'impact global du développement financier, nous avons essayé de construire un indice synthétique qui capte tous les aspects liés au développement financier. Mais cette tentative s'est avérée infructueuse étant donné les faibles niveaux de corrélations obtenus pour les variables financières composant l'indice synthétique.



$OF_{it-1}$  : est une mesure de l'ouverture financière à l'instant t-1 pour le pays i.

$INS_{it}$  : variable institutionnelle à l'instant t pour le pays i.

$Z_{it}$  : est l'ensemble des variables macro-économiques de contrôle à l'instant t pour le pays i.

Les variables de contrôle sont les variables susceptibles de représenter l'environnement macro-économique et seront présentées ci-dessous. Ces variables sont introduites afin de préserver la clause 'toute chose égale par ailleurs' dans l'étude de la relation entre le développement financier et les variables d'intérêt.

### 1.1.2. Définition des variables du modèle

Les variables utilisées sont les suivantes :

#### *a. Variables financières*

##### **Variables du développement financier (DF)**

***M3 en pourcentage du PIB (M3)*** : L'agrégat monétaire M3 (monnaie fiduciaire + dettes financières des banques et autres institutions financières) rapporté au PIB mesure également la taille des intermédiaires financiers. Mais cet indicateur peut donner une fausse idée du développement financier car à cause de sa composante M2/PIB, il peut refléter un degré de monétarisation élevé dans une économie où le système financier n'est pas développé.

***Le ratio du crédit domestique au secteur privé en pourcentage du PIB (CDP)*** : Le crédit au secteur privé (par les banques et les institutions non bancaires) par rapport au PIB mesure le degré de développement de l'intermédiation financière. Il représente plus précisément l'efficacité du système financier dans l'allocation du crédit au secteur privé. Les systèmes financiers qui accordent plus de crédits aux entreprises privées sont censés être plus impliqués dans le développement, le contrôle et la gestion des risques des entreprises. Ils ont une plus grande capacité à mobiliser l'épargne et à améliorer son affectation comparativement à une situation dans laquelle ils devraient accorder des crédits uniquement au gouvernement ou aux entreprises publiques. Ainsi le crédit au secteur privé par rapport au PIB apparaît en principe comme étant l'indicateur le plus approprié du développement financier, car en excluant le crédit alloué au gouvernement, aux entreprises publiques ainsi que les crédits de la banque centrale, il reflète plus clairement le rôle des intermédiaires financiers dans la

---

Pour cette raison, nous avons utilisé quatre mesures de développement financier. Ces variables ont été introduites séparément dans les équations.

canalisation de l'épargne vers l'activité privée. Toutefois, cet indicateur présente l'inconvénient d'être un faible indicateur du développement financier si ce dernier se développe par-delà le système bancaire.

***Le ratio du crédit domestique fourni par les banques rapporté au PIB (CDB) :***  
L'activité du crédit occupe une place centrale dans l'actif des banques et joue un rôle essentiel dans l'économie. Ainsi, nous employons le rapport crédit bancaire intérieur au PIB afin de mesurer l'importance de l'activité du crédit dans l'économie. Les crédits domestiques attribués par le secteur bancaire représentent l'ensemble des prêts accordés à tous les secteurs économiques (en brut) et les crédits au gouvernement (en net). Le secteur bancaire comprend les autorités monétaires, les banques de dépôts et les autres institutions bancaires (banques d'affaires, banques immobilières....).

***Le ratio de capitalisation boursière par rapport au PIB (CAP) :*** Cet indicateur mesure le niveau de développement des marchés boursiers. Appelée aussi le ratio de la valeur du marché boursier, la capitalisation boursière mesure la taille du marché boursier et est égale à la valeur totale des titres cotés en bourse rapportée au PIB. Pour Kpodar (2006), l'emploi de cette mesure présuppose une corrélation positive entre la taille du marché boursier et sa capacité à mobiliser le capital et à faciliter la diversification des risques.

### **Variable d'ouverture financière (OF)**

L'ouverture financière est appréhendée à travers l'indice de Chinn et Ito d'ouverture financière totale « KAOPEN »<sup>21 22</sup>. L'indice de Chinn et Ito peut être considéré comme un indicateur de contrôle de capitaux, car plus cet indicateur est élevé, plus le pays est censé être financièrement ouvert, moins il y aura de contrôles de capitaux et vice versa. Il est construit à partir de quatre variables muettes binaires disponibles dans le « Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change » du FMI (AREAER). Ces variables fournissent des informations sur le degré d'intensité et la nature des restrictions officielles exercées par les gouvernements sur les transactions financières internationales pour chaque pays (et non seulement les opérations relatives au compte capital. Ces variables sont:

---

<sup>21</sup> Chinn et Ito (2008), « A new measure of financial openness », Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice, Vol 10, n°3.

<sup>22</sup> Adresse de la base de données relative à l'indice KAOPEN: [http://web.pdx/~ito/Chinn-Ito\\_Website.htm](http://web.pdx/~ito/Chinn-Ito_Website.htm)

**K<sub>1</sub>** : variable indiquant la présence de multiples taux de change.

**K<sub>2</sub>** : variable traduisant l'existence de restrictions sur les transactions du compte courant.

**K<sub>3</sub>** : variable relative aux restrictions sur les transactions du compte capital.

**K<sub>4</sub>** : variable indiquant l'obligation de rapatrier les revenus de l'exportation.

Afin de prendre en compte l'impact de l'ouverture financière plutôt que celui des contrôles de capitaux, Chinn et Ito ont calculé l'inverse des valeurs binaires  $K_i$  (avec  $i=1,2,3,4$ ) de telle sorte qu'une valeur des variables  $K_i$  égale à 1 reflète l'absence de restrictions<sup>23</sup>.

### ***b. Variables du développement institutionnel***

**La variable du développement institutionnel formel (INS)** : Les variables utilisées dans le cadre de ce travail pour mesurer le développement légal et institutionnel sont extraites de la base de données de Kaufmann, Kraay et Mastruzzi (2015)<sup>24 25</sup> de la banque mondiale. Cette base est constituée de six indicateurs de gouvernance et couvre 215 pays durant la période 1996- 2014. Ces indicateurs prennent des notes entre - 2.5 et + 2.5. Une valeur plus élevée traduit une meilleure gouvernance. Les indicateurs composites de Kaufmann et al couvrent six dimensions de la gouvernance : la participation des citoyens et la responsabilisation, la stabilité politique et l'absence de violence, l'efficacité des pouvoirs publics, le poids de la réglementation, l'état de droit et l'absence de corruption.

- ***Le caractère démocratique des institutions politiques (Voice and Accountability) (VA)*** : mesure la possibilité des citoyens d'un pays à choisir leurs dirigeants, ainsi que la liberté d'expression, la liberté d'association et la liberté des médias.

- ***La stabilité politique et l'absence de violence (Political stability and absence of violence) (PV)*** : Indicateur qui permet d'évaluer le risque de déstabilisation ou de renversement d'un régime par des moyens anti-constitutionnels et / ou violents, y compris la violence politique et le terrorisme.

---

<sup>23</sup> Nous n'avons pas pu examiner l'impact de la mesure de stock d'ouverture financière de Lane et Ferriti sur le développement financier en raison d'un problème de multicollinéarité qui affecte sensiblement la qualité de l'estimation. De ce fait, les résultats ne sont pas reproduits.

<sup>24</sup> Kaufmann, Kraay et Mastruzzi (2009), « Governance Matters VIII Aggregate and Individual Governance Indicators 1996–2008 », [www.worldbank.org/wbi/governance/govmatters5](http://www.worldbank.org/wbi/governance/govmatters5)

<sup>25</sup> [www.govindicators.org](http://www.govindicators.org)

**-L'efficacité des pouvoirs publics (Government effectiveness) (GE) :** Indicateur de la qualité et la disponibilité des services publics, la bureaucratie, la compétence des fonctionnaires de l'état, l'aptitude de l'administration à résister aux pressions politiques, de la qualité de l'élaboration des politiques et de leurs mises en œuvre ainsi que la crédibilité et la transparence du gouvernement dans ses réformes, ses engagements et ses politiques.

**-La qualité de la réglementation (Regulatory Quality) (RQ) :** évalue l'aptitude du gouvernement à mettre en place des politiques disciplinées et une réglementation favorable au développement du secteur privé.

**-L'état de droit (Rule of Law) (RL) :** Indicateur qui mesure la confiance dans les lois et les règles de la société ainsi que leur respect, en particulier les engagements contractuels, les droits de propriété, la qualité de la police, des tribunaux, du niveau de violence et les risques de crime.

**-Le contrôle de la corruption (control of corruption) (CC) :** mesure l'étendue de la corruption et la manière avec laquelle le pouvoir public est exercé à des fins d'enrichissement personnel, dans ses formes les plus graves comme les plus bénignes, mais aussi de la propension des élites et des intérêts privés à s'accaparer de l'Etat.

Dans ce travail, nous utilisons un indice synthétique de gouvernance que nous agrégeons par la méthode de l'analyse en composantes principales (ACP) à partir des cinq dimensions de gouvernance de Kaufmann *et al* suivantes : la stabilité politique, l'efficacité gouvernementale, le poids de la réglementation, l'état de droit et le contrôle de la corruption. Les détails relatifs à la construction de l'indice synthétique de développement institutionnel formel par la méthode de l'analyse en composantes principales (ACP) sont présentés en annexe 5.

**La variable du développement institutionnel informel (confiance) : le capital social (TRUST) :** Le capital social appréhendé par le niveau de confiance entre les individus peut être considéré comme le complément naturel de l'environnement institutionnel et légal. En effet, le niveau de confiance peut jouer un rôle déterminant dans le développement des systèmes financiers et économiques mais peut également nourrir la fragilité financière. La notion de capital social est d'autant plus importante dans le cadre des pays émergents qui nous intéressent que l'infrastructure sociale informelle peut se substituer à la structure

institutionnelle formelle en jouant le même rôle et en offrant les mêmes garanties au développement financier.

Pour mesurer le niveau de capital social, nous utilisons comme proxy l'indice de confiance (*TRUST*) de World Values Survey (WVS), enquête de valeurs menée dans différents pays depuis 1980. L'indicateur de capital social est alors construit à partir des réponses sur la tendance des individus à se faire confiance. Plus précisément, la question posée par WVS est la suivante : « *D'une manière générale, diriez-vous que l'on peut faire confiance à la plupart des gens ou que l'on est jamais prudent dans ses rapports avec autrui ?* ».

### *c. Variables de contrôle*

Les variables de contrôle susceptibles de représenter l'environnement macro-économique sont le PIB par tête (*Y*), le taux d'inflation (*INF*), le taux d'ouverture commerciale mesuré par le ratio des exportations et des importations par rapport au PIB (*OPEN*). En référence à la littérature économique et à l'inverse d'Ito (2005), nous tenons compte de la variable de scolarisation du secondaire (*SCHOOL*).

#### **1.1.3. Méthode d'estimation**

Le modèle précédent est testé en utilisant une estimation en données de panel. A l'inverse de l'analyse en coupe transversale qui ne tient compte que de la dimension individuelle des données, l'analyse en panel prend en compte deux dimensions : une dimension individuelle et une dimension temporelle. L'échantillon de données est alors organisé sous la forme d'une combinaison de coupes instantanées et de séries temporelles. Cette double dimension de données de panel présente alors plusieurs avantages. La taille de l'échantillon est augmentée réduisant ainsi les risques de multicolinéarité. Par ailleurs, il est connu que les estimations en coupes transversales sont souvent sujettes à des biais d'endogénéité. Notre échantillon comprend 76 pays émergents et en voie de développement dont la liste figure en annexe 2. Notre analyse couvre la période 1980-2014. Cette période sera subdivisée en sous périodes de cinq ans chacune. Ce qui revient à calculer des moyennes sur cinq ans pour toutes les variables entrant dans le modèle à l'exception des variables initiales DF0 et OF0 qui prennent les valeurs du début de chaque sous période. Afin de réduire tout biais d'endogénéité (ou de causalité) éventuel, nous retardons la variable explicative, en l'occurrence l'ouverture financière d'une période de cinq ans.

Nous avons eu recours également au test de spécification d'Hausman pour distinguer si le modèle est à effets fixes ou à effets aléatoires. Lorsque la probabilité du test est inférieure à 10%, le modèle à effets fixes est privilégié, ce qui est le cas des modèles 2 et 3 du tableau 5. Dans le cas contraire, nous retenons le modèle à effets aléatoires, ce qui est le cas des modèles 1 et 4 du même tableau. Les tests effectués pour la première équation de l'étude (équation 1) figurent en annexe 3.2 Pour le reste des équations, les probabilités des tests sont reportées directement dans les différents tableaux du chapitre.

#### 1.1.4. Résultats d'estimation et discussions

Les résultats du modèle explicatif du développement financier figurent dans le tableau ci-dessus<sup>26</sup> :

---

<sup>26</sup> Tout au long du présent chapitre seules les équations les plus significatives seront reportées dans les tableaux.

**Tableau 5 : Développement financier, ouverture financière et développement institutionnel**

	Signe attendu	Variable dépendante			
		M3	CDP	CBD	CAP
Equations Variables		1	2	3	4
Constante		0,099 (0,038)**			-0,214 (0,08)*
OF(t-1)	(+) ou (-)	7,00E-03 (0,4377)	8,00E-03 (0,405)	1,40E-02 (0,272)	-1,30E-02 (0,563)
INS	(+)	-0,004 (0,795)	0,025 (0,153)	-0,017 (0,42)	-0,051 (0,176)
INS*OF (t-1)	(+)	0,014 (0,071)*	0,034 (0,000)***	0,045 (0,000)***	0,038 (0,051)*
Y	(+)	1,59E-03 (0,050)**	2,39E-05 (0,001)***	2,65E-05 (0,005)***	2,72E-05 (0,067)*
OPEN	(+)	0,197 (0,001)***	0,116 (0,025)**	0,021 (0,742)	0,342 (0,001)***
SCHOOL	(+)	0,232 (0,000)***	0,243 (0,000)***	0,309 (0,000)***	0,248 (0,165)
INF	(-)	0,0126 (0,688)	-0,025 (0,471)	0,027 (0,543)	
Hausman (prob)		(0,172)	(0,007)	(0,001)	(0,536)
R-squared		0,3186	0,9522	0,9539	0,1198
Nombre d'observations		236	275	273	175

*Variable dépendante : Développement financier.*

*Les variables explicatives sont définies précédemment.*

*Méthode d'estimation : panel avec effets fixes pour les équations (2) et (3) et effets aléatoires pour le reste des équations.*

*p-value entre parenthèses. \*\*\*significatif à 1%, \*\* significatif à 5%, \* significatif à 10%.*

*Période d'estimation : 1980-2014.*

*Source des données: World Bank (2015), Chinn et Ito (2015), Kaufmann et al (2015).*

Pour l'analyse des résultats, nous concentrons notre attention sur les variables approchant l'ouverture financière (OF) et le développement institutionnel (INS) ainsi que l'interaction entre ces deux variables (INS\*OF).

Les résultats des estimations de l'équation du développement financier montrent que l'ouverture financière n'exerce pas d'effet significatif sur le développement financier et ce quel que soit les variables approchant le développement financier. Nous observons un effet

positif sur toutes les variables mesurant le développement financier à l'exception de la capitalisation boursière avec un effet négatif de l'ouverture financière. Mais, l'effet reste non significatif.

De même, le développement institutionnel n'exerce pas d'impact significatif sur le développement financier. Cependant, un tel résultat montre seulement que l'ouverture financière et la qualité des institutions n'ont pas une incidence directe sur le développement financier.

Intéressons-nous maintenant à l'effet indirect de l'ouverture financière sur le développement financier via le développement institutionnel autrement dit le terme croisé  $INS*OF$ .

Lorsqu'on introduit un terme croisé dans l'équation du développement financier, composé du produit de la libéralisation financière externe et du développement institutionnel, le coefficient associé à la variable d'ouverture financière redevient significatif et positif et ce quel que soit la variable dépendante mesurant le développement financier. Ce constat confirme alors l'hypothèse intuitive selon laquelle l'incidence de l'ouverture financière sur le développement financier est conditionnée par le niveau de développement institutionnel et légal. Autrement dit, la libéralisation financière externe est incapable à elle seule de promouvoir le développement des intermédiaires financiers sans la présence d'institutions fortes de qualité.

Dans un environnement institutionnel adéquat, il est donc possible de tirer profit de l'ouverture financière pour améliorer la taille des intermédiaires financiers mesurée par M3 en pourcentage du PIB (M3), le volume du crédit au secteur privé (CDP) ainsi que le volume du crédit bancaire domestique (CBD). Enfin, l'ouverture financière dans un tel climat permet également de développer les marchés boursiers (CAP).

Un examen plus approfondie des interactions entre le développement financier, l'ouverture financière et la qualité institutionnelle permet de déterminer un seuil de développement institutionnel au-delà duquel la libéralisation financière externe commence à produire du développement financier.

En nous basant sur les résultats des régressions, on peut en effet réécrire le modèle 1 du tableau 5 :



$$DF_{it} = 0.007OF_{it-1} + 0.014INS_{it} * OF_{it-1} + \text{reste}$$

Ou encore :

$$DF_{it} = OF_{it-1}(0.007 + 0.014INS_{it}) + \text{reste}$$

Dès lors, une augmentation de  $OF_{it-1}$  agit favorablement sur le développement financier si le terme  $(0.007 + 0.014INS_{it})$  est positif, c'est-à-dire si :

$$INS_{it} > -0.5$$

Les niveaux de seuils requis pour le développement institutionnel sont les suivants (voir tableau 6) : - 0,5 lorsque le développement financier est appréhendé par M3 au PIB (M3), -0,2352 pour l'indicateur faisant intervenir le crédit au secteur privé (CDP), - 0,311 pour le crédit bancaire domestique (CBD). Enfin, lorsque le développement financier est mesuré par la capitalisation boursière au PIB (CAP), l'ouverture financière ne devient bénéfique au développement financier qu'à partir d'un niveau de développement institutionnel et légal équivalent à 0,3854. Ce n'est donc que lorsque la qualité institutionnelle dépasse ces seuils, que la libéralisation financière externe exerce un effet positif sur le développement financier, alors qu'en deçà des seuils l'impact devient négatif.

Pour plus de clarté, nous comparons dans le tableau 6 la moyenne du développement institutionnel et légal des PVD qui composent notre échantillon aux seuils minimum auxquels ils doivent satisfaire afin de pouvoir profiter de l'ouverture financière.

**Tableau 6 : Comparaison de la moyenne du développement institutionnel avec le niveau de seuil au-delà duquel l'ouverture financière peut former le développement financier**

	M3	CDP	CBD	CAP
Moyenne du développement institutionnel	-1,45E-07			
Seuil du développement de l'infrastructure institutionnelle	-0,5	-0,2352	-0,311	0,3854
Moyenne du développement institutionnel en Algérie	-0,7451			

Source : calculs de l'auteur.

L'ensemble des PVD sur lesquels nous concentrons notre attention enregistrent une moyenne générale de développement institutionnel et légal en dessus des seuils qu'ils doivent satisfaire pour transformer une éventuelle libéralisation du compte capital en mesure

bénéfique au développement financier. Le cas de la variable CAP qui mesure le développement des marchés boursiers est une exception. En effet, lorsque cette mesure est employée, le niveau moyen de développement institutionnel reste largement en dessous du seuil minimum requis. Dans ces conditions, une ouverture financière précoce risque d'être défavorable au développement des marchés financiers.

Pour l'ensemble des PVD, la moyenne globale du niveau de développement de l'infrastructure institutionnelle dépasse le seuil minimum devant être satisfait lorsque le développement financier est approché par M3/PIB, CDP/PIB et CBD/PIB. En effet, ces pays peuvent tirer avantage de la mondialisation financière en améliorant le volume de M3/PIB, le volume de crédit destiné au secteur privé (CDP) ainsi que le volume du crédit bancaire (CBD). Les PVD peuvent alors envisager un éventuel démantèlement des dernières frontières financières.

En ce qui concerne l'Algérie, le pays présente une moyenne du niveau de développement institutionnel et légal inférieure à la moyenne globale des PVD et largement en dessous du seuil institutionnel devant être satisfait pour que l'ouverture financière commence à former le développement financier (tableau 6). Une libéralisation précipitée du compte capital dans le pays ne peut amener qu'à un sous-développement de son appareil financier.

Comme Béji, nous soupçonnons l'existence dans certains PVD d'une structure institutionnelle informelle qui joue le même rôle et offre les mêmes garanties au développement financier que les institutions traditionnelles. D'où l'objet de la prochaine section.

## **1.2. Etude de la relation entre le développement financier, l'ouverture financière et le développement de l'infrastructure sociale**

Dans cette section, nous explorons les interactions entre le développement financier, la mondialisation financière et le développement de l'infrastructure sociale dans les PVD.

Plus précisément, nous cherchons à savoir s'il existe une structure institutionnelle parallèle qui peut se substituer à l'infrastructure institutionnelle conventionnelle en jouant le même rôle et offrant les mêmes garanties au développement financier. L'analyse empirique

menée dans cette section est inspirée des travaux de Béji (2009) et de Bousrih et Trabelsi (2005). L'originalité du travail de Béji est d'examiner l'impact de la confiance sur la contribution de l'ouverture financière au développement financier dans les PSM.

Pour valider une telle hypothèse, comme Béji nous remplaçons dans le modèle initial spécifié dans l'équation 1, la variable approchant le développement institutionnel et légal INS par la variable TRUST, qui représente le niveau de confiance dans l'économie.

Le présent modèle met en relation le développement financier, l'ouverture financière et le développement de l'infrastructure sociale, en présence d'autres variables macro-économiques de contrôle. Formellement, le modèle peut être présenté de la manière suivante :

$$DF_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 OF_{it-1} + \gamma_2 TRUST_{it} + \gamma_3 (TRUST_{it} \times OF_{it-1}) + \Gamma Z_{it} + U_{it} \quad (2)$$

Les résultats de l'estimation de l'équation (2) figurent dans le tableau ci-après :

**Tableau 7: Développement financier, ouverture financière et développement de l'infrastructure sociale**

	Signe attendu	Variable dépendante			
		M3	CDP	CBD	CAP
Equations Variables		1	2	3	4
<b>Constante</b>		-0,0086 (0,9301)			-0,0848 (0,6389)
<b>OF (t-1)</b>	(+) ou (-)	-0,046 (0,056)*	-1,23E-02 (0,6179)	-7,12E-02 (0,0479)**	-4,19E-02 (0,3178)
<b>TRUST</b>	(+)	0,04126 (0,082)*	-0,1437 (0,6099)	-0,8862 (0,0412)**	-0,7333 (0,046)**
<b>TRUST*OF (t-1)</b>	(+)	0,2206 (0,0741)*	0,2413 (0,0679)*	0,4067 (0,0428)**	0,2246 (0,2841)
<b>Y</b>	(+)	3,86E-05 (0,005)***	3,30E-05 (0,0137)*	5,07E-05 (0,0021)***	5,04E-05 (0,0049)***
<b>OPEN</b>	(+)	0,3509 (0,0021)***	0,2464 (0,0823)*	0,0966 (0,6428)	0,2351 (0,1491)
<b>SCHOOL</b>	(+)	-0,0077 (0,9526)	0,2464 (0,0823)*		0,2547 (0,256)
<b>INF</b>	(-)	0,0016 (0,7771)	0,1802 (0,2669)		-0,0102 (0,2617)
<b>Hausman (porb)</b>		0,1723	0,0124	0,0173	0,5996
<b>R-squared</b>		0,4164	0,9142	0,8993	0,4226
<b>Nombre d'observations</b>		95	108	114	92

Variable dépendante : Développement financier.

Les variables explicatives sont définies précédemment.

Méthode d'estimation : panel avec effets fixes pour les équations (2) et (3) et effets aléatoires pour le reste des équations.

p-value entre parenthèses. \*\*\*significatif à 1%, \*\* significatif à 5%, \* significatif à 10%.

Période d'estimation : 1980-2014.

Source des données: World Bank (2015), Chinn et Ito (2015), World Values Survey (2015).

Intéressons-nous en premier à l'étude de l'impact direct de l'insertion financière internationale sur le développement financier. L'analyse empirique révèle que l'ouverture financière n'apporte pas de gains directs en matière de développement financier, bien au contraire, dans bien des cas la libéralisation financière externe peut même impacter négativement le développement financier. En effet, l'examen des régressions montre que l'ouverture financière n'exerce pas d'impact significatif sur le développement financier

lorsque ce dernier est mesuré par CDP et CAP. La libéralisation financière externe exerce même un effet négatif bien que celui-ci reste faiblement significatif.

Intéressons-nous dans un deuxième temps à l'incidence indirecte de la libéralisation du compte capital sur le développement financier via le développement institutionnel autrement dit le terme croisé TRUST\*OF.

Lorsqu'on conditionne l'ouverture financière par le niveau de développement de l'infrastructure sociale, la libéralisation financière externe semble avoir une incidence indirecte favorable sur le développement financier. Tous les coefficients associés à la variable interactive TRUST\*OF entrent dans le modèle d'une façon significative et positive quelque soit la variable mesurant le développement financier à l'exception de la capitalisation boursière qui possède un coefficient non significatif. Ces résultats semblent en général corroborer l'hypothèse intuitive selon laquelle la libéralisation financière externe ne peut exercer une incidence positive sur le développement financier qu'à travers la confiance. En d'autres termes, l'ouverture financière est incapable à elle seule d'apporter des gains en matière de développement financier sans la présence d'une infrastructure sociale saine avec un niveau élevé de confiance et de coopération entre les agents économiques.

Afin de mieux apprécier le lien unissant la libéralisation financière externe, le développement financier et le développement de l'infrastructure sociale, nous avons calculé des seuils de capital social au-delà desquels l'ouverture financière devient bénéfique au développement financier. Les niveaux de seuils requis pour le capital social sont les suivants : + 0,2121 lorsque le développement financier est approché par le taux de liquidité M3/PIB, +0,0509 pour l'indicateur faisant intervenir le crédit au secteur privé (CDP) et + 0,1750 pour le crédit bancaire domestique (CBD). En revanche, nous n'avons pas pu identifier un niveau de seuil de confiance sociale au-delà duquel l'ouverture financière permet de promouvoir le développement des marchés financiers (CAP).

Dans le tableau ci-après, nous comparons la moyenne du développement de l'infrastructure sociale des PVD aux niveaux de seuils à atteindre pour que l'ouverture des frontières financières puisse stimuler la formation du développement financier.

**Tableau 8: Comparaison de la moyenne du développement de l'infrastructure sociale avec le niveau de seuil au-delà duquel l'ouverture financière peut former le développement financier**

	M3	CDP	CBD
Moyenne du développement de l'infrastructure sociale	0,1756		
Seuil du développement de l'infrastructure sociale	0,2124	0,0509	0,1750
Moyenne du développement de l'infrastructure sociale en Algérie	0,1381		

*Source : calculs de l'auteur.*

Pour l'ensemble des PVD qui font l'objet de notre étude, la moyenne du niveau de développement de l'infrastructure sociale est en dessous du seuil minimum devant être satisfait lorsque le développement financier est approché par M3/PIB. Dans ces conditions, une libéralisation financière externe prématurée ne peut être que préjudiciable au développement financier. En revanche, l'examen du seuil de capital social associé à l'indicateur faisant intervenir les crédits octroyés au secteur privé (CDP) montre que les pays de l'échantillon enregistrent une moyenne globale de développement de l'infrastructure sociale dépassant largement le seuil minimum de confiance requis. Ces pays peuvent alors envisager d'ouvrir leurs frontières financières pour améliorer le volume des crédits destinés au secteur privé. Le cas de l'indicateur CBD qui représente le crédit bancaire domestique au PIB est une exception. Lorsque cette mesure est employée, le niveau de capital social est égal de justesse au seuil minimum devant être satisfait. Du coup, les PVD peuvent bénéficier de la libéralisation financière totale pour améliorer le volume des crédits octroyés par le secteur bancaire (CBD).

Quel que soit la mesure de développement financier utilisée, la Chine et l'Indonésie dépassent largement les seuils de capital social minimum requis avec les niveaux de confiance les plus élevés des PVD.

En ce qui concerne l'Algérie, les résultats montrent que le pays est en dessous du seuil de développement de l'infrastructure sociale lui permettant de profiter de l'ouverture financière pour améliorer le volume de M3/PIB et le volume du crédit bancaire au PIB (CBD). Une ouverture financière précoce dans ces conditions risque de dégrader l'état du développement financier. Par contre, le pays est largement au-dessus du seuil requis qui

permet de bénéficier de la libéralisation du compte capital pour améliorer le volume de crédit destiné au secteur privé. Dans ce cas, l'infrastructure institutionnelle informelle peut se substituer aux institutions classiques en jouant le même rôle et offrant les mêmes garanties au développement financier.

### 1.3. **Relation inverse entre l'ouverture financière et le développement financier**

Comme Ito (2005), nous avons essayé de tester la possibilité de l'existence d'une relation inverse entre l'ouverture financière et le développement financier. Il s'agit selon l'auteur de savoir si c'est le développement financier qui conduit les pays à poursuivre des politiques de libéralisation et d'ouverture de leurs appareils financiers ou si c'est plutôt le contraire qui se réalise. Si nous arrivons à mettre en évidence une certaine fragilité dans la relation inverse entre le développement financier et l'ouverture financière, nous pouvons conclure que les économies peuvent réaliser des progrès en matière de développement financier en faisant le choix d'une façon exogène d'ouvrir leurs sphères financières.

L'examen de la relation inverse entre le développement financier et l'ouverture financière est possible en permutant, dans le premier modèle (équation1), les places de la variable d'ouverture financière (OF) et des variables approchant le développement financier (DF). L'idée de base du présent modèle est de régresser l'indicateur de libéralisation du compte capital sur les nouvelles variables explicatives à savoir l'indicateur du développement financier (DF), son interaction avec la qualité institutionnelle (INS\*DF) ainsi que les variables synthétisant l'environnement macro-économique. Notre analyse empirique repose à présent sur le modèle suivant :

$$OF_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 DF_{it-1} + \varphi_2 INS_{it} + \varphi_3 (INS_{it} \times DF_{it-1}) + \varphi_4 Z_{it} + v_{it} \quad (3)$$

Dans ces séries d'estimations, nous focalisons notre attention sur le coefficient associé au DF  $\varphi_1$ . Un  $\varphi_1$  significativement positif traduit un problème de simultanéité dans les estimations obtenues plus haut pour l'équation du développement financier en fonction de l'ouverture financière et du développement institutionnel. En revanche, si  $\varphi_1$  est non significatif, ceci montrerait que le développement financier ne conduit pas mécaniquement à la libéralisation financière externe.

**Tableau 9: Relation inverse entre l'ouverture financière et le développement financier**

Equations Variables	Signe attendu	Mesures du développement financier			
		M3	CDP	CBD	CAP
		1	2	3	4
Constante			-0,5758 (0,050)**	-0,8364 (0,001)***	
DF (t-1)	(+) ou (-)	3,71E-01 (0,628)	1,16E-02 (0,977)	2,03E-01 (0,4656)	3,53E-01 (0,247)
INS	(+)	-0,2091 (0,242)	-0,1595 (0,1619)	-0,0645 (0,5745)	0,07 (0,725)
INS*DF (t-1)	(+)	0,742 (0,057)*	0,6895 (0,001)***	0,4024 (0,0379)**	0,314 (0,217)
Y	(+)	2,00E-04 (0,000)***	9,09E-05 (0,0255)**	7,61E-05 (0,0588)*	1,00E-04 (0,061)*
OPEN	(+)	-0,409 (0,363)	0,3147 (0,2431)	0,102 (0,6894)	0,864 (0,0923)*
SCHOOL	(+)	-0,443 (0,447)	-0,1205 (0,7789)	0,3582 (0,367)	-1,002 (0,189)
INF	(-)	-0,522 (0,03)**	-3,0672 (0,0001)***	-0,8355 (0,0001)***	-2,568 (0,000)***
Hausman (prob)		0,0115			0,0351
R-squared		0,908	0,1934	0,1787	0,8939
Nombre d'observations		237	205	274	159

Variable dépendante : Ouverture financière.

Les variables explicatives sont définies précédemment.

Méthode d'estimation : panel avec effets fixes pour les équations (1) et (4) et effets aléatoires pour le reste des équations.

plus value entre parenthèses. \*\*\*significatif à 1%, \*\* significatif à 5%, \*\*\* significatif à 10%.

Période d'estimation : 1980-2014.

Source des données: World Bank (2015), Chinn et Ito (2015), Kaufmann et al (2015).

La lecture des résultats nous révèle que le coefficient associé au développement financier initial est positif mais non significatif et ce quel que soit la variable approchant le développement financier. Ce qui jette un doute sur la solidité de la relation inverse entre l'ouverture financière et le développement financier.



Cependant, si à l’instar de notre démarche, nous prenons en compte le rôle de la qualité des institutions, nous constatons l’existence de seuils au-delà desquels le développement financière peut conduire à une ouverture financière des pays.

Ces seuils sont donnés dans le tableau suivant :

**Tableau 10: Comparaison de la moyenne du développement institutionnel avec le niveau de seuil institutionnel au-delà duquel le développement financier peut conduire à l’ouverture financière**

	M3	CDP	CBD
Moyenne du développement institutionnel	-1,45E-07		
Seuil du développement de l’infrastructure institutionnelle	-0,5	-0,017	-0,5
Moyenne du développement institutionnel en Algérie	-0,7451		

Source : calculs de l’auteur.

En d’autres termes, la question des institutions est centrale dans la relation entre le développement financier et l’ouverture financière. Tant que la qualité des institutions est faible, cette relation est faiblement robuste quel que soit le sens de causalité considérée. En revanche, elle acquiert une importance bidirectionnelle dès que la qualité des institutions s’améliore et qu’elle dépasse un seuil déterminé conduisant à une sorte de cercle vertueux entre le développement financier et l’ouverture financière.

Nous continuons notre étude de cette relation en abordant la question de progressivité de la libéralisation financière à mettre en place. C’est l’approche ou la thèse dite du «sequencing », ou le gradualisme dans la démarche vers la libéralisation financière

#### 1.4. Etude de la séquence de libéralisation

McKinnon (1991) fervent défenseur du gradualisme est convaincu que le compte capital ne doit être libéralisé qu’après une longue série de réformes et de libéralisations et seulement si la libéralisation des biens et services est déjà consolidée. Cependant, les analyses appliquées qui ont essayé de valider les intuitions théoriques de McKinnon sont mitigées. Ainsi, Haggard et Maxifield (1993) montrent que l’ouverture du compte courant est une étape préliminaire à l’ouverture du compte capital. Par ailleurs, Leblang (1977) n’est pas parvenu à

exhiber empiriquement une incidence positive de la libéralisation commerciale sur l'ouverture financière. Cependant, Aizenman et Noy (2004) ont décelé une causalité (inverse) allant de la libéralisation financière externe vers l'ouverture du compte courant et ont trouvé que c'est la libéralisation du compte capital qui mène à l'ouverture commerciale plutôt qu'à l'inverse. Enfin, Tornelle et al (2004) ont montré que la libéralisation financière a toujours suivi la libéralisation commerciale lors des deux dernières décennies (Ito, 2005, p.15).

Comme Ito (2005), nous avons essayé de soumettre à la réfutation économétrique l'hypothèse de McKinnon selon laquelle l'ouverture commerciale est nécessairement une étape à franchir avant l'ouverture financière. Le modèle est spécifié dans l'équation suivante :

$$OF_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{TRADOPEN}_{it-1} + \beta_2 X_{it} + V_{it} \quad (4)$$

$X_{it}$  : est l'ensemble des variables macro-économiques de contrôle.

Notre modèle est complété par une série de variables macro-économiques de contrôle à savoir *le déficit budgétaire*, *les réserves internationales* et *le PIB par habitant*. Les deux premières variables sont incorporées dans le modèle en tant que déterminants des contrôles de capitaux (Ito, 2005, p.16). Le niveau du PIB par tête est utilisé afin de rendre compte du niveau de développement économique.

L'ouverture commerciale est mesurée par la variable *TRADEOPEN* qui correspond à la réciproque de la moyenne pondérée des restrictions imposées aux importations et aux exportations. Il s'agit d'une variable d'ouverture commerciale de jure, par opposition à la variable d'ouverture commerciale de facto OPEN calculée comme la somme des importations et exportations en pourcentage du PIB (Ito, 2005, p.16).

Nous avons également essayé d'examiner l'existence d'une relation inverse entre la libéralisation du compte courant et la libéralisation du compte capital. En d'autres termes, nous avons vérifié si la libéralisation financière externe est une condition préliminaire à l'ouverture commerciale. Le modèle économétrique devient donc le suivant :

$$\text{TRADOPEN}_{it} = \delta_0 + \delta_1 OF_{it-1} + \delta_2 X_{it} + V_{it} \quad (5)$$

Comme précédemment, l'approche adoptée est une approche en données de panel non imbriquées, avec des sous périodes de cinq ans chacune à l'exception des variables initiales

KAOPEN0 et TRADEOPEN0 qui prennent les valeurs du début de chaque sous période. Les résultats des estimations de l'équation de l'ouverture financière en fonction de l'ouverture commerciale initiale ainsi que l'équation qui permet de tester la relation inverse sont présentés dans le tableau n°11. Pour l'analyse des résultats, les coefficients qui captent notre attention sont  $\beta_1$  et  $\delta_1$ .

**Tableau 11: Ouverture financière et ouverture commerciale**

	Signe attendu	Variable dépendante	
		KAOPEN	TRADEOPEN
<b>Equations Variables</b>		<b>1</b>	<b>2</b>
<b>Constante</b>			0,1964 (0,000)***
<b>Ouverture financière (t-1)</b>	(+)		-1,03E-02 (0,0068)***
<b>Ouverture commerciale (t-1)</b>	(+)	8,46E-02 (0,9609)	
<b>Réserves internationales</b>	(-)	-0,0459 (0,9927)	
<b>Déficit budgétaire</b>	(+)	-1,03E+00 (0,7788)	-2,13E-02 (0,1138)*
<b>PIB par habitant</b>	(+)	-0,0002 (0,0555)*	-1,52E-05 (0,000)***
<b>Hausman (Prob)</b>		0,0084	0,4065
<b>R-squared</b>		0,9716	0,1833
<b>Nombre d'observations</b>		98	229

*Variable dépendante : KAOPEN ou TRADEOPEN.*

*Les variables explicatives sont définies précédemment.*

*Méthode d'estimation : panel avec effets fixes pour l'équation (1) et effets aléatoires pour l'équation (2).*

*plus value entre parenthèses. \*\*\*significatif à 1%, \*\* significatif à 5%, \* significatif à 10%.*

*Période d'estimation : 1980-2014.*

*Source des données: World Bank (2015), Chinn et Ito (2015).*

L'analyse des résultats du premier modèle à savoir celui qui cherche à vérifier si l'ouverture commerciale est une condition préliminaire à l'ouverture financière montre que le coefficient relatif à l'ouverture commerciale initial est positif mais non significatif. Ce qui nous amène à conclure que l'ouverture du compte courant n'est pas nécessairement une étape

à franchir avant l'ouverture financière. Nous retrouvons ce résultat chez Ito (2005). En effet, l'auteur n'a trouvé aucune influence de la libéralisation commerciale sur l'ouverture financière pour le groupe des pays Latino-Américains sur la période 1980-2000 alors que l'impact est significatif et positif pour le reste des groupes. Leblang (1997) non plus n'a pas pu mettre en évidence un effet significatif de l'ouverture du compte courant sur la libéralisation du compte capital.

Intéressons-nous maintenant à la relation inverse entre l'ouverture financière et l'ouverture commerciale. L'examen des régressions révèle que l'ouverture financière initiale est significative mais affectée d'un mauvais signe négatif. Une telle incidence négative de l'ouverture financière sur l'ouverture commerciale est quelque peu étrange dans la littérature empirique. Toutefois, nous retrouvons ce résultat contre intuitif chez Béji pour les pays du bassin du Sud de la Méditerranée (PSM). Une explication à ce 'paradoxe' est un biais qui serait dû à une omission de variables explicatives, en l'occurrence la qualité des institutions dont on a vu l'importance dans les sections précédentes. Nous explorerons cette voie dans un travail futur que nous nous proposons de mener.

## **2. QUELLES INTERACTIONS ENTRE LE DEVELOPPEMENT FINANCIER, LE DEVELOPPEMENT INSTITUTIONNEL ET LA CROISSANCE ECONOMIQUE ? UNE ANALYSE EMPIRIQUE**

### **2.1. Développement financier et croissance économique en référence aux pays en développement : une relation non linéaire**

Les interactions entre le développement de la sphère financière et la croissance économique ont suscité bien des interrogations dans la littérature économique. Plusieurs auteurs ont recherché à savoir pourquoi le système financier de certains pays est plus efficace que dans d'autres, assurant ainsi d'une manière régulière la fonction de financement de la croissance économique. Notre objectif dans la présente sous section est l'identification des facteurs fondamentaux assurant un "bon" fonctionnement de la relation d'intermédiation financière. Par cela, nous contribuons à expliquer une partie des écarts de niveau de développement entre pays. La connaissance des canaux par lesquels le développement financier impacte la croissance peut aider les décideurs économiques à mettre en œuvre les réformes adéquates pour promouvoir un système financier pro-développemental.

La recherche des facteurs clés du lien unissant le développement de la sphère financière et la croissance économique a ouvert la voie comme on l'a vu à beaucoup d'approches théoriques, dont la plus importante est celle de la nouvelle économie institutionnelle (NEI). Celle-ci nous enseigne, par essence, qu'un environnement réglementaire et institutionnel adéquat permet la formation et le développement des institutions financières dans un pays. En retour, la croissance se trouve affectée favorablement. Ces différentes théories se basent sur les divergences dans les niveaux de développement institutionnel pour expliquer les différences nationales en termes de développement financier et donc de développement économique.

Ces dernières décennies, les économies émergentes ont amorcé un processus de libéralisation de leur système financier ce qui a conduit parfois à des crises bancaires et financières. Ce constat permet de mettre l'accent sur la nécessité de satisfaire des niveaux de seuils institutionnels minimums pour que le développement financier puisse contribuer pleinement aux performances économiques des pays en voie de développement. De ce fait, l'objectif de cette étude est de vérifier empiriquement si un environnement réglementaire et

institutionnel adéquat est susceptible de former la base d'un développement financier sain favorisant ainsi la croissance économique.

Ainsi, la question que nous nous posons est de savoir s'il existe une relation entre le développement des systèmes financiers, la qualité institutionnelle et la croissance économique dans les pays émergents et en voie de développement.

Afin de cerner cette question, notre démarche a consisté à structurer nos investigations autour de trois interrogations :

- Le développement financier favorise-t-il le développement économique ?
- Le développement financier est-il capable à lui seul de stimuler la croissance économique ? ou, alternativement, faut-il des institutions fortes et corrélativement, existe-t-il un effet de seuil institutionnel dans la relation finance-croissance ?

Pour apporter des réponses à ces questions, nous nous proposons d'élaborer un modèle théorique basé sur les nouvelles théories de la croissance puis de le tester économétriquement pour un groupe de pays émergents et en voie de développement à l'aide d'une estimation sur des données structurées en panel.

### 2.1.1. Spécification du modèle

Notre approche théorique est basée sur le modèle de Mankiw, Romer et Weil (1992) (MRW dans la suite) qui a été le précurseur des nouvelles théories de la croissance et qui est une augmentation du modèle de Solow. Ces auteurs reprennent les fondements du modèle de Solow en incorporant le capital humain et améliorent substantiellement le pouvoir explicatif du modèle de la croissance économique sur la période 1960-1985. A l'instar de Qi Zhu (2002) notamment, nous avons repris le modèle de Solow en l'augmentant par le capital humain et un facteur de développement financier. Par ailleurs, et afin de voir comment les institutions affectent la relation développement financier-croissance, nous introduisons dans le modèle une variable traduisant la qualité institutionnelle.

Suivant notre même stratégie, on estimera la spécification suivante :

$$\begin{aligned} \text{Taux de croissance}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{PIBT0} + \alpha_2 \text{FBCF}_{it} + \alpha_3 \text{SCHOOL}_{it} + \alpha_4 \text{POP}_{it} + \alpha_5 \text{DF}_{it-1} \\ & + \alpha_6 \text{DF}_{it-1} * \text{INS}_{it} + \alpha_7 \text{OPEN}_{it} + \alpha_8 \text{GOV}_{it} + \alpha_9 \text{IF}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6) \end{aligned}$$

**Définition des variables du modèle :** Les variables utilisées sont les suivantes :

**La croissance économique :** C'est la variable dépendante qui est appréhendée à travers **le taux de croissance du PIB par tête** exprimé en parité du pouvoir d'achat afin de pouvoir procéder à des comparaisons internationales.

**Le niveau initial du PIB réel par habitant en PPA (PIBT0) :** Comme dans MRW, le PIB par tête initial exprime le processus de convergence : les pays à faible niveau initial de développement croissent plus vite que les pays développés. Cette convergence est toutefois conditionnelle au taux d'investissement (**FBCF**), au niveau d'éducation (**SCHOOL**) et au taux de croissance de la population (**POP**).

**Le taux d'investissement en capital physique (FBCF) :** C'est le rapport de l'investissement local (approximé par la formation brute du capital fixe) au produit intérieur brut.

**Le taux d'investissement en capital humain (SCHOOL):** Ce taux sera approximé par le taux de scolarisation du secondaire (rapport entre la population scolarisée dans le secondaire sur la population en âge d'être scolarisée dans le secondaire).

**POP :** Cette variable correspond, comme dans l'article de MRW (1992), à la somme du taux de croissance de la population ( $n$ ), du taux de croissance du progrès technique ( $g$ ) et du taux de dépréciation du capital ( $\delta$ ). A strictement parler,  $n$  doit correspondre au taux de croissance de la population active employée. Etant donnée l'indisponibilité de séries longues sur l'emploi, ce dernier sera approché comme dans la plupart des applications de ce modèle par le taux de croissance de la population. Le taux de progrès technique ( $g$ ) et celui de la dépréciation du capital physique et humain ( $\delta$ ) sont considérés comme exogènes. Leur somme est fixée à 0,05.

Notre variable d'intérêt est le développement financier. Comme dans la première étude, nous avons approximé le développement financier par **M3 en pourcentage du PIB (M3)**, **le ratio du crédit domestique au secteur privé en pourcentage du PIB (CDP)**, **le ratio du crédit bancaire domestique dans PIB (CBD)**, **la capitalisation boursière par rapport au PIB (CAP)**.

En plus de ces variables financières, nous avons approché le développement financier par ***La masse monétaire en pourcentage du PIB (M2)*** qui est égale au volume des engagements liquides (monnaie, dépôts à vue et dépôts à terme des intermédiaires financiers bancaires et non bancaires du système financier) rapporté au PIB. L'indicateur M2/PIB mesure la taille du secteur financier officiel par rapport à la taille de l'économie.

Les indicateurs M2/PIB et M3/PIB représentent des indicateurs de liquidité qui reflètent alors la capacité du système financier à fournir des liquidités.

Dans ce travail, nous utilisons ***un indice synthétique mesurant le développement légal et institutionnel (INS)*** que nous agrégeons par la méthode ACP à partir des cinq dimensions de gouvernance de Kaufmann, Kraay et Mastruzzi (2015) : la stabilité politique, l'efficacité gouvernementale, le poids de la réglementation, l'état de droit et le contrôle de la corruption.

Pour contrôler la régression et diminuer le risque d'un biais de variables omises, nous y incluons si nécessaire les variables suivantes :

***Le Taux d'ouverture de l'économie (OPEN)*** mesuré par la somme des importations et exportations en pourcentage du PIB.

***Le ratio de dépenses gouvernementales au PIB (GOV)*** : Nous utilisons cette variable pour mesurer l'importance du gouvernement dans l'activité économique. Nous nous attendons à trouver une influence négative des dépenses gouvernementales sur la croissance du fait qu'un faible ratio des dépenses publiques serait plutôt un indicateur d'une stabilité macro-économique. Néanmoins, dans certains pays comme l'Algérie dont la croissance est liée aux investissements publics, la relation peut s'avérer positive bien que probablement non significative du fait de la faible robustesse de ce régime de développement.

Une caractéristique importante de nos modèles est l'introduction ***d'une variable d'instabilité financière (IF)*** associée à chaque indicateur de développement financier<sup>27</sup>. Le développement financier et l'instabilité financière sont censés exercer des effets inverses sur la croissance. Nombreux sont les travaux empiriques qui ont analysé la relation entre le développement financier, les institutions et l'activité réelle. En revanche, ces derniers ne

---

<sup>27</sup> Nous avons calculé l'indicateur d'instabilité financière, à l'instar de Kpodar, comme une moyenne des déviations annuelles de l'indicateur de développement financier par rapport à sa tendance de long terme. Pour plus de précisions concernant la construction de la variable d'instabilité financière se référer à l'annexe n°5.



prennent pas en compte l'instabilité financière pour tester le lien unissant les variables précédentes.

### **2.1.2. Méthode d'estimation, tests et discussion des résultats**

#### ***Méthode économétrique d'estimation***

Le modèle précédent est testé en utilisant une estimation en données de panel. Notre échantillon comprend les 76 pays émergents et en voie de développement testés dans la première étude. Notre analyse porte également sur la période 1980-2014. Cette période sera subdivisée en sous périodes de cinq ans chacune. Afin de réduire tout biais d'endogénéité (ou de causalité) éventuel, nous retardons la variable explicative, en l'occurrence le développement financier d'une période de cinq ans.

Tout comme la première étude, une série de tests d'Hausman relatifs à la spécification des effets individuels en panel a été effectuée pour l'ensemble des équations présentées. Les probabilités des tests sont présentées dans les différents tableaux du cas pratique. La procédure du test est identique à la première étude du chapitre. Lorsque la probabilité du test est inférieure à 10%, le modèle à effets fixes est préférable au modèle à effets aléatoires, ce qui était le cas des modèles 1 et 2 du tableau 12. Dans le cas contraire, le modèle à effets aléatoires est retenu, ce qui est le cas des modèles 3, 5 et 6 du même tableau.

#### ***Résultats d'estimation et discussions***

L'hypothèse que nous nous proposons de tester est la présence d'une « intermédiation » de la relation développement financier-croissance par le degré de développement de la structure institutionnelle et réglementaire. Les résultats des estimations de la relation entre le développement financier, l'environnement institutionnel et la croissance sont présentés dans le tableau 12.

Les résultats relatifs à l'estimation de l'équation de Solow de croissance augmentée par le capital humain (colonne 1)<sup>28</sup> montrent la proximité des résultats avec les travaux de Mankiw, Romer et Weil (1992) malgré la différence entre les échantillons de pays étudiés et la différence entre les périodes d'observation : toutes les variables exercent un effet significatif sur la croissance et leurs signes sont conformes aux prédictions du modèle hormis la croissance démographique. De plus, l'hypothèse de convergence conditionnelle est

---

<sup>28</sup> Cette équation n'intègre pas le développement financier.

vérifiée : le coefficient significatif négatif associé au niveau initial du PIB par tête indique l'existence d'une tendance de convergence conditionnelle des économies. Ainsi, les pays les plus pauvres du groupe rattrapent, toute chose égale par ailleurs et notamment le taux d'épargne en capital physique et humain, les plus riches.

Notre tentative d'intégrer le taux d'inflation comme variable proxy de la répression financière et donc explicative de la croissance s'est avérée infructueuse. En plus d'être non robuste, cette variable dégrade sensiblement la qualité de l'estimation et, de ce fait, n'est pas reproduite.

**Tableau 12: Développement financier, institutions et croissance économique**

Equations Variables	Signe attendu	1	2	3	4	5	6	7
Constante				0,027 (0,081)*	0,022 (0,13)*	0,026 (0,094)*	0,021 (0,176)	0,008 (0,686)
PIB0	(-)	-8,43E-06 (0,000)***	-8,76E-06 (0,000)***	-2,62E-06 (0,002)***	-2,19E-06 (0,01)***	-2,40E-06 (0,005)***	-2,23E-06 (0,009)***	-1,73E-06 (0,027)**
FBCF	(+)	0,126 (0,000)***	0,112 (0,000)***	0,099 (0,000)***	0,109 (0,000)***	0,105 (0,000)***	0,019 (0,000)***	0,145 (0,000)***
POP	(-)	-0,015 (0,942)	0,124 (0,57)	-0,315 (0,107)*	-0,179 (0,323)	-0,338 (0,086)*	-0,269 (0,179)	-0,225 (0,376)
SCHOOL	(+)	0,073 (0,000)***	0,067 (0,000)***	0,019 (0,019)**	0,166 (0,055)*	0,02 (0,015)**	0,022 (0,009)***	0,016 (0,096)*
M2	(+)			0,003 (0,427)				
M3	(+)				-0,003 (0,526)			
CDP	(+)					0,006 (0,431)		
CDB	(+)						-0,008 (0,078)*	
CAP	(+)							-0,009 (0,049)**
DF*INS	(+)			0,008 (0,012)**	0,01 (0,011)**	0,006 (0,115)*	0,007 (0,015)**	0,005 (0,07)*
GOV	(-)		-0,081 (0,025)**	-0,041 (0,139)*	-0,058 (0,0327)**	-0,041 (0,132)*	-0,04 (0,159)	-0,028 (0,447)
OPEN	(+)		0,024 (0,006)***	-0,007 (0,083)*	-0,013 (0,002)***	-0,006 (0,166)	-0,007 (0,098)*	-0,002 (0,621)
IF	(-)			-0,108 (0,027)**	-0,002 (0,111)*	-0,151 (0,003)***		
Hausman (prob)		(0,000)	(0,000)	(0,382)		(0,169)	(0,105)	
R-squared		0,341	0,36	0,224	0,218	0,222	0,196	0,269
Nombre d'observations		497	495	276	205	278	277	172

Variable dépendante : Taux de croissance économique.

Les variables explicatives sont définies précédemment.

Méthode d'estimation : panel avec effets fixes pour les équations (1) et (2) et effets aléatoires pour le reste des équations.

p-value entre parenthèses. \*\*\*significatif à 1%, \*\* significatif à 5%, \* significatif à 10%.

Période d'estimation : 1980-2014.

Source des données : World Bank (2015), Kaufmann et al (2015).

Les variables approchant le développement financier ont été introduites successivement (colonnes 3 à 7). Aucun coefficient associé à chacun de ces indicateurs n'est en même temps significatif et affecté d'un signe conforme aux prédictions théoriques. Ces résultats infirment les études antérieures, en particulier celle de Levine, pour qui le développement financier est un canal direct moteur de la croissance économique.

Les niveaux faibles de significativité des taux de liquidité (représentés par M2/PIB et M3/PIB dans les colonnes 3-4) indiquent qu'une augmentation de la liquidité dans l'économie n'a pas d'impact sur la croissance.

De même, les résultats concernant le crédit au secteur privé (colonne 5) sont là encore non concordants : la corrélation faiblement significative et positive entre le crédit au secteur privé au PIB (CDP) et le taux de croissance économique n'appuie pas l'idée selon laquelle, les systèmes financiers qui allouent davantage de crédit aux entreprises privées sont sensés être plus impliqués dans le développement économique.

Le résultat surprenant de cette estimation est toutefois que CDB est significatif (dans l'équation 6), mais affecté d'un signe négatif. Ceci suppose que le développement du crédit affecte négativement la croissance. Un tel résultat a priori va à l'encontre de ce que précise la théorie à ce sujet ainsi que la plupart des résultats empiriques qui prédisent que le développement du crédit approché par cet indicateur exerce un effet positif sur la croissance. Cependant, quelques études empiriques sont arrivées à ce même résultat contre intuitif comme les travaux de Grégorio et Guidotte (1995) et Hay (2000). Ce paradoxe peut trouver selon nous son explication dans la littérature sur les crises bancaires et financières : un développement excessif du crédit peut accroître le niveau d'instabilité financière en raison des crises bancaires et financières qu'il peut engendrer, ce qui peut nuire par conséquent à la croissance comme en témoigne l'histoire économique mondiale. Une étude plus approfondie de cette question impliquerait l'introduction d'un terme croisé entre développement de crédit et instabilité financière.

Enfin, le coefficient de la capitalisation boursière en pourcentage du PIB (CAP) (colonne 7) est lui aussi négatif et significatif et donc exerce un effet défavorable sur la croissance. Ce résultat est là encore non conforme aux prédictions théoriques. Ce qui laisse penser que le développement des marchés boursiers peut contrarier la croissance en raison de l'instabilité financière qu'il entraîne.

La lecture des résultats nous révèle alors que le développement financier n'entraîne pas forcément un développement économique. Dans certains cas, il peut même fragiliser la croissance comme en témoigne le coefficient négatif et significatif des variables CBD et CAP.

En revanche, le résultat remarquable est que l'effet du développement financier devient positif et significatif quand on conditionne le développement de la sphère financière par le niveau de développement institutionnel, puisque les coefficients de la variable croisée DF\*INS sont tous positifs et significatifs. En d'autres termes, le développement financier n'alimente la croissance qu'à travers le développement institutionnel. Ainsi, un environnement institutionnel et réglementaire adéquat est susceptible de former la base d'un développement financier sain en particulier dans un contexte caractérisé par la montée en puissance de la dérégulation financière internationale. La croissance économique s'en trouve affectée favorablement. Le développement financier ne peut qu'aller de pair avec le développement de la structure institutionnelle, en particulier, le respect des droits et des règles prudentielles, l'absence de corruption et la bonne application des contrats ainsi que la mise en place d'institutions stabilisatrices efficaces susceptibles de contrer l'instabilité financière.

Afin de mieux explorer les interactions entre le développement financier, le développement institutionnel et la croissance économique, nous avons calculé des seuils de développement institutionnel et légal au-delà desquels le développement des intermédiaires financiers exerce un impact positif sur la croissance. Les résultats montrent que les pays émergents et en développement doivent satisfaire un niveau de développement institutionnel de - 0.37 pour le taux de liquidité M2/PIB et de 0.30 pour le taux de liquidité M3/PIB. Ce seuil est de - 0.92 pour l'indicateur faisant intervenir le crédit au secteur privé (CDP) et de 1.14 pour la variable CBD. Enfin, quand le développement financier est approché par la capitalisation boursière au PIB (CAP), il ne devient bénéfique à la croissance qu'à partir d'un niveau de développement institutionnel et légal équivalant à 1.69.

Pour donner plus de clarté à cette relation non linéaire, nous comparons dans le tableau ci-après, la moyenne du développement institutionnel et légal des PVD sur lesquels nous concentrons notre attention aux seuils minimum auxquels ils doivent satisfaire pour que le développement financier puisse stimuler la croissance économique.

**Tableau 13 : Comparaison de la moyenne du développement de l'infrastructure institutionnelle avec le niveau de seuil dans la relation finance-croissance**

	M2	M3	CDP	CBD	CAP
<b>Moyenne du développement institutionnel</b>	-1,45E-07				
<b>Seuil du développement de l'infrastructure institutionnelle</b>	-0,37	0,30	-0,92	1,14	1,69
<b>Moyenne du développement institutionnel en Algérie</b>	-0,7451				

*Source : calculs de l'auteur.*

Pour l'ensemble des PVD qui font l'objet de notre étude, la moyenne du niveau de développement institutionnel et légal est en dessous du seuil minimum devant être atteint lorsque le développement financier est appréhendé par M3/PIB, CBD et CAP. En revanche, l'examen du seuil de développement institutionnel associé à l'indicateur M2/PIB ainsi qu'à l'indicateur faisant intervenir les crédits octroyés au secteur privé (CDP) montre que les pays de l'échantillon enregistrent une moyenne générale de développement institutionnel et légal dépassant largement le seuil minimum requis. Ces pays dont la qualité institutionnelle dépasse ce seuil peuvent alors tirer profit du développement financier pour améliorer la croissance économique.

En ce qui concerne l'Algérie, le pays présente une moyenne du niveau de développement de l'infrastructure institutionnelle inférieure à la moyenne globale des PVD et largement en dessous du seuil institutionnel à atteindre. Les résultats de l'étude montrent que le pays est en dessous du seuil de développement institutionnel et légal lui permettant de tirer avantage du développement financier pour stimuler la croissance économique lorsque celui-ci est approché par M2/PIB, M3/PIB, CBD et CAP. Le développement financier dans ces conditions risque d'être préjudiciable au développement économique faute d'une infrastructure institutionnelle et légale adéquate. Le cas de l'indicateur faisant intervenir le crédit au secteur privé (CDP) est une exception. En effet, lorsque cette mesure est employée, le niveau moyen de développement institutionnel et légal dépasse le seuil minimum requis devant être satisfait pour profiter pleinement des retombées positives du développement financier sur la croissance économique.

Dés lors, et ainsi que le montre la batterie de tests que nous avons mis en œuvre précédemment, le développement financier ne nourrit la croissance qu'à travers le développement institutionnel. Ce résultat nous incite alors à aller dans des voies alternatives

mais quelque peu similaires dans l'exploration du lien unissant les variables précédentes. En effet, dans un cadre de mobilité internationale de capitaux, l'hypothèse que nous nous proposons de tester enfin est la présence d'une « intermédiation » de la relation entre le développement financier et la croissance économique par l'intensité de la régulation bancaire: le développement financier dans un climat de mondialisation financière génératrice d'instabilité peut-il avoir des effets positifs sur la croissance si l'activité bancaire est plus ou moins efficacement contrôlée ? Les développements récents sur la crise internationale nous invitent à aller dans ce sens.

## **2.2. Développement financier, régulation et croissance dans les pays en voie de développement**

Dans la partie théorique, nous avons souligné l'importance de la régulation prudentielle et de la surveillance bancaire dans un cadre de mobilité internationale de capitaux pour que le développement financier puisse contribuer pleinement à la croissance. Dans cette sous-section, nous allons voir si les estimations économétriques soutiennent les prédictions théoriques. Pour ce faire, nous procédons à l'estimation successive de l'équation de croissance précédente dans laquelle nous remplaçons la variable relative au développement institutionnel par une variable de réglementation et de supervision bancaire que nous approximons par un indicateur de la qualité de la réglementation de Kaufman *et al* (2015) (*REG*). L'indice prend des valeurs entre - 2.5 et + 2.5, la valeur la plus élevée étant équivalente à une meilleure réglementation. Le modèle de croissance étudié dans cette dernière section est inspiré de celui de Béji (2009), qui a été testé sur 19 pays de la région MENA sur la période 1982-2005.

La nouvelle variable REG relative à la régulation prudentielle intégrée dans le modèle de croissance est une variable institutionnelle, qui dans un cadre de mobilité internationale de capitaux peut avoir une incidence directe sur le fonctionnement du système financier, et partant sur, la croissance économique. Cette variable est incorporée dans le modèle car elle peut être représentative du contrôle de capitaux pratiqué par les PVD sur lesquels nous concentrons notre attention. En effet, certaines mesures de régulation agissent de la même manière que les contrôles des capitaux, mais ne sont pas considérées en tant que tels (Kose *et al*, 2006, p. 13). Ainsi, la régulation prudentielle, qui est captée dans cette étude, par la

variable REG, limite l'exposition au risque de change des banques domestiques et joue alors le même rôle d'un contrôle sur les capitaux.

Pour évaluer dans quelle mesure la régulation bancaire est susceptible d'avoir une incidence positive sur la contribution du développement financier à la croissance dans un environnement financier globalisé, nous réestimons le modèle de détermination du développement économique précédent où prend place, à côté des variables usuelles du modèle de Solow, du développement financier et des autres variables de contrôle, l'interaction de la régulation bancaire avec le développement financier. Le modèle devient donc le suivant :

$$\text{Taux de croissance}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{PIBT0} + \alpha_2 \text{FBCF}_{it} + \alpha_3 \text{SCHOOL}_{it} + \alpha_4 \text{POP}_{it} + \alpha_5 \text{DF}_{it-1} + \alpha_6 \text{INS}_{it} + \alpha_7 \text{DF}_{it-1} * \text{REG}_{it} + \alpha_8 \text{OPEN}_{it} + \alpha_9 \text{GOV}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$\text{Taux de croissance}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{PIBT0} + \alpha_2 \text{FBCF}_{it} + \alpha_3 \text{SCHOOL}_{it} + \alpha_4 \text{POP}_{it} + \alpha_5 \text{DF}_{it-1} + \alpha_6 \text{TRUST}_{it} + \alpha_7 \text{DF}_{it-1} * \text{REG}_{it} + \alpha_8 \text{OPEN}_{it} + \alpha_9 \text{GOV}_{it} + \alpha_{10} \text{IF}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

où :

**PIBT0** : est le niveau initial du PIB réel par habitant.

**FBCF** : représente le taux d'investissement.

**SCHOOL** : est le taux d'investissement en capital humain.

**POP** : représente le taux de croissance de la population.

**DF** : est une mesure du développement financier.

**INS** : représente la variable du développement institutionnel.

**TRUST** : désigne la confiance sociale.

**DF\*REG** : représente l'interaction entre le développement financier et la régulation bancaire.

Les variables de contrôle synthétisant l'environnement macro-économique sont le taux d'ouverture commerciale (*OPEN*), le ratio des dépenses gouvernementales au PIB (*GOV*) et l'instabilité financière (*IF*).

Les résultats de l'estimation des équations (7) et (8) figurent dans les deux tableaux ci-après<sup>29</sup> :

---

<sup>29</sup> Lorsque le développement institutionnel est mesuré par les institutions formelles, les équations qui intègrent l'instabilité financière ne sont pas reportées dans le tableau étant donné que cette dernière variable dégrade sensiblement la qualité de l'estimation.



**Tableau 14 : Développement financier, régulation, institutions formelles et croissance économique**

Equations Variables	Signe attendu	1	2	3	4	5	6	7
Constante				0,019 (0,221)		0,016 (0,290)		0,012 (0,560)
PIB0	(-)	-8,43E-06 (0,000)***	-8,76E-06 (0,000)***	-2,96E-06 (0,000)***	-7,70E-06 (0,002)***	-2,29E-06 (0,009)***	-3,33E-06 (0,089)*	-2,01E-06 (0,023)**
FBCF	(+)	0,126 (0,000)***	0,112 (0,000)***	0,114 (0,000)***	0,045 (0,125)*	0,112 (0,000)***	0,061 (0,026)**	0,139 (0,000)***
POP	(-)	-0,015 (0,942)	0,124 (0,570)	-0,211 (0,290)	-0,112 (0,750)	-0,230 (0,246)	0,013 (0,968)	-0,239 (0,352)
SCHOOL	(+)	0,073 (0,000)***	0,067 (0,000)***	0,020 (0,018)**	0,057 (0,005)***	0,020 (0,016)**	0,047 (0,005)***	0,015 (0,122)*
M2	(+)			0,003 (0,447)				
M3	(+)				0,014 (0,383)			
CDP	(+)					0,001 (0,757)		
CDB	(+)						-0,023 (0,049)**	
CAP	(+)							-0,003 (0,330)
DF*REG	(+)			0,014 (0,062)*	0,024 (0,072)*	0,014 (0,076)*	0,018 (0,072)*	0,007 (0,092)*
GOV	(-)		-0,081 (0,025)**	-0,039 (0,197)	-0,107 (0,134)*	-0,035 (0,206)	-0,024 (0,704)	-0,036 (0,386)
OPEN	(+)		0,024 (0,006)***	-0,010 (0,021)**	-0,030 (0,039)**	-0,007 (0,099)*	0,012 (0,273)	-0,002 (0,637)
INS	(+)			-0,002 (0,205)	0,009 (0,075)*			0,001 (0,529)
Hausman (prob)		(0,000)	(0,000)	(0,210)	(0,005)	(0,113)	(0,087)	
R-squared		0,341	0,360	0,226	0,553	0,190	0,516	0,274
Nombre d'observations		497	495	280	243	279	277	172

Variable dépendante : Taux de croissance économique.

Les variables explicatives sont définies précédemment.

Méthode d'estimation : panel avec effets fixes pour les équations (1), (2), (4) et (6) et effets aléatoires pour le reste des équations.

p-value entre parenthèses. \*\*\*significatif à 1%, \*\* significatif à 5%, \*\*\* significatif à 10%.

Période d'estimation : 1980-2014.

Source des données : World Bank (2015), Kaufmann et al (2015).

**Tableau 15 : Développement financier, régulation, capital social et croissance économique**

Equations Variables	Signe attendu	1	2	3	4	5	6	7
Constante				0,053 (0,070)*	0,051 (0,107)*	0,079 (0,011)**	0,074 (0,011)**	0,023 (0,528)
PIB0	(-)	-8,43E-06 (0,000)***	-8,76E-06 (0,000)***	-4,05E-06 (0,003)***	-5,10E-06 (0,001)***	-4,10E-06 (0,004)***	-3,91E-06 (0,005)***	-4,02E-06 (0,005)***
FBCF	(+)	0,126 (0,000)***	0,112 (0,000)***	0,169 (0,000)***	0,193 (0,000)***	0,138 (0,001)***	0,143 (0,000)***	0,180 (0,000)***
POP	(-)	-0,015 (0,942)	0,124 (0,570)	-0,659 (0,050)**	-0,580 (0,112)*	-0,939 (0,008)***	-0,897 (0,008)***	-0,423 (0,327)
SCHOOL	(+)	0,073 (0,000)***	0,067 (0,000)***	0,001 (0,945)	0,004 (0,814)	-0,004 (0,747)	-0,005 (0,694)	0,009 (0,560)
M2	(+)			1,10 E -06 (0,999)				
M3	(+)				0,007 (0,533)			
CDP	(+)					0,010 (0,306)		
CDB	(+)						0,001 (0,859)	
CAP	(+)							0,003 (0,624)
DF*REG	(+)			0,022 (0,052)*	0,032 (0,000)***	0,022 (0,071)*	0,018 (0,045)**	0,015 (0,005)***
GOV	(-)		-0,081 (0,025)**	-0,038 (0,482)	-0,043 (0,465)	-0,034 (0,557)	-0,023 (0,692)	-0,039 (0,517)
OPEN	(+)		0,024 (0,006)***	-0,003 (0,711)	-0,011 (0,270)	-0,003 (0,676)	-0,0006 (0,936)	0,001 (0,867)
TRUST	(+)			0,015 (0,465)	-0,004 (0,878)	0,009 (0,689)	0,015 (0,482)	0,007 (0,736)
IF	(-)			-0,074 (0,276)		-0,172 (0,009)***	-0,095 (0,042)**	
Hausman (prob)		(0,000)	(0,000)			(0,235)		(0,625)

<b>R-squared</b>		0,341	0,36	0,397	0,478	0,425	0,471	0,450
<b>Nombre d'observations</b>		497	495	85	76	85	85	76

*Variable dépendante : Taux de croissance économique.*

*Les variables explicatives sont définies précédemment.*

*Méthode d'estimation : panel avec effets fixes pour les équations (1) et (2) et effets aléatoires pour le reste des équations.*

*p-value entre parenthèses. \*\*\*significatif à 1%, \*\* significatif à 5%, \* significatif à 10%.*

*Période d'estimation : 1980-2014.*

*Source des données : World Bank (2015), Kaufmann et al (2015), World Values Survey (2015).*

Intéressons-nous dans un premier temps à l'effet direct du développement financier sur l'activité réelle. L'examen des régressions montre que le développement financier n'apporte pas de gains directs, bien au contraire, dans bien des cas l'impact du développement financier sur le développement économique étant peu significatif.

Concentrons notre attention dans un deuxième temps à l'incidence indirecte du développement financier dans un contexte d'ouverture financière internationale sur la croissance économique via la régulation de l'activité bancaire autrement dit à travers le terme croisé DF\*REG. Dans un tel cas, on observe que le développement financier a une incidence indirecte favorable sur la croissance économique étant donné que le coefficient de la variable interactive (DF\*REG) rentre dans le modèle d'une façon significative et positive. Ce résultat montre que l'effet du développement financier sur la croissance économique est conditionné par la politique de contrôle et de réglementation de l'activité bancaire, qualifiée par Béji (2009) à travers le concept de « rigueur bancaire ». Autrement dit, dans un cadre de mobilité internationale des capitaux, le développement financier semble incapable à lui seul de stimuler la croissance économique sans la présence de systèmes de supervision efficaces et de mécanismes prudentiels puissants. Ceci jette un sérieux doute sur les fondements des théories « libéralisationniste » de la finance qui prônent l'ouverture à la concurrence au sein de l'industrie bancaire afin de développer l'appareil financier et stimuler la croissance notamment dans les PVD sur lesquels nous concentrons notre attention. D'ailleurs, les faits stylisés montrent qu'un nombre non négligeable de PVD ont sombré dans des crises bancaires et financières après avoir amorcé un processus de libéralisation financière aussi bien interne qu'externe non régulé.

## CONCLUSION

Plusieurs résultats sont mis en évidence dans l'analyse appliquée :

***Dans le cadre des interactions entre le développement financier, l'ouverture financière et le développement institutionnel:***

i) L'incidence de la libéralisation financière externe sur le développement financier est conditionnée par la qualité de l'infrastructure institutionnelle et légale. Autrement dit, l'ouverture financière ne peut à elle seule affecter le développement financier sans la présence d'un climat institutionnel sain.

ii) Le niveau de confiance sociale conditionne également l'effet de l'ouverture du compte capital sur le développement financier des PVD. Autrement dit, une éventuelle ouverture financière n'apportera aux PVD les bénéfices escomptés en matière de développement financier qu'au-delà d'un certain seuil de développement institutionnel quel que soit sa dimension formelle ou informelle.

iii) L'ouverture commerciale ne semble pas une condition préalable à l'ouverture financière.

***Dans le cadre des interactions entre le développement financier, le développement institutionnelle et la croissance économique :***

i) Le développement financier ne semble pas un élément moteur direct de la croissance économique des PVD.

ii) La relation développement financier- croissance est intermédiée par la qualité des institutions : il existe un seuil de qualité institutionnelle qui conditionne le signe de cette relation : le développement financier n'exerce un effet favorable sur la croissance qu'au-delà d'un certain seuil de qualité des institutions que nous avons tenté d'estimer.

***Dans le cadre des interactions entre le développement financier, la régulation bancaire et la croissance économique :***

Dans un climat de mondialisation financière génératrice d'instabilité, la régulation bancaire améliore la contribution de la finance aux performances économiques des PVD. En

d'autres termes, l'effet positif du développement financier sur la croissance économique est conditionné par l'intensité de la réglementation et de la supervision bancaire.

## **CONCLUSION GENERALE**

L'objet de cette thèse est de savoir comment les PVD peuvent promouvoir un développement financier pour stimuler la croissance dans un environnement financier globalisé qui nourrit la fragilité financière. Dans un tel contexte, la dimension institutionnelle prend tout son sens. Nous avons adopté dans cette thèse la même approche théorique que Béji (2009) qui considère la globalisation financière comme l'environnement dans lequel les pays sont appelés à évoluer, et non pas un facteur de développement comme mis en avant par les fervents défenseurs de la libéralisation financière.

### **Les principaux résultats théoriques**

Malgré une littérature abondante qui a caractérisé l'étude du lien entre le développement financier et la croissance économique, nous avons identifié deux approches qui ont constitué chacune un vrai tournant dans la théorie du développement axé sur la finance :

- L'existence d'un courant dominant né dans les années soixante-dix qui défend la libéralisation financière et la présente comme une source de croissance économique. Ce courant assimile tout simplement la libéralisation financière au développement financier. Cette interprétation de la notion de la libéralisation financière a guidé, pendant les dernières décennies les politiques de développement prônées par les institutions financières internationales, principalement tournées vers la libéralisation et l'ouverture financière.

- Le résultat peu édifiant des politiques de dérégulation financière et d'ouverture financière internationale a conduit à reconsidérer le lien entre le développement financier et la croissance économique. En effet, les années quatre-vingt-dix ont été caractérisées par l'éclosion d'une nouvelle approche du développement financier dans un cadre de libéralisation des mouvements de capitaux à l'échelle planétaire mettant l'accent sur l'infrastructure institutionnelle et légale comme une nécessité pour une relation vertueuse entre le développement financier et la croissance.

C'est cette dernière approche qui nous a poussés à tenter de formuler tout au long de la thèse une politique alternative de développement financier pour les pays en développement à celle préconisée et recommandée par les institutions financières internationales et les théoriciens du « consensus de Washington ». Cette politique différente des politiques d'inspiration libérale doit permettre aux PVD de mobiliser en toute confiance leurs appareils financiers au service de la croissance et du développement économique, tout en bénéficiant des avantages induits par la mondialisation financière, sans pour autant hériter de ses inconvénients. Une telle politique nécessite selon cette seconde approche un certain nombre

de préalables et de conditions classiques (maîtrise de l'inflation, restriction des déficits publics, modernisation du système bancaire, dotation de quantité suffisante de réserves de change etc) mais plus particulièrement des conditions de nature institutionnelle, ce qui représente l'apport essentiel de la nouvelle perspective du développement financier. En outre, la mise en place d'un système de supervision performant et d'une structure prudentielle effective permettrait de faire face à l'instabilité financière.

Cette politique de développement financier suppose le suivi d'une politique préventive et prudente. Les pays émergents devraient suivre une démarche progressive et graduelle dans l'acheminement vers la libéralisation des systèmes financiers à l'échelle planétaire où l'Etat tient son rang tout en mettant en place un système de supervision performant et une structure institutionnelle effective.

### **Les principaux résultats empiriques**

Dans la partie empirique, nous avons essayé de valider par le biais de plusieurs études appliquées, les soubassements théoriques présentés ci-dessus. L'analyse empirique a porté sur 76 pays émergents et en voie de développement.

A l'issue de la première étude empirique, nous avons cherché à identifier l'existence d'un possible effet de seuil de développement institutionnel devant être franchi pour transformer une éventuelle libéralisation financière externe en mesures bénéfiques au développement financier dans le groupe de pays sur lequel nous concentrons notre attention. Le développement de la structure institutionnelle informelle n'a pas été occulté dans cette analyse.

Les premiers résultats montrent que l'effet de l'ouverture financière sur le développement financier est conditionné par le niveau de développement institutionnel et légal. En d'autres termes, la libéralisation financière externe n'exerce des retombées positives en matière de développement financier qu'en présence de structures institutionnelles développées. Par ailleurs, nous avons pu identifier l'existence d'une infrastructure institutionnelle parallèle dans les PVD sous la forme d'un capital social développé, qui se substitue et joue le même rôle que les structures institutionnelles traditionnelles et formelles. Ce constat nous a permis de calculer des seuils de développement institutionnel dans ses deux dimensions classique et informelle au-delà desquels l'ouverture financière commence à affecter positivement le développement financier dans les pays de notre échantillon.



Par la suite, nous avons également essayé de tester l'importance du gradualisme dans la démarche vers la libéralisation financière. Pour ce faire, nous nous sommes interrogés pour savoir si l'ouverture du compte courant est une étape prérequis à l'ouverture financière comme l'affirme McKinnon. Nos résultats sont nuancés. En effet, pour l'ensemble des pays qui font l'objet de cette étude, il semble que la libéralisation commerciale n'a pas été une étape nécessaire à franchir avant l'ouverture financière.

Dans la deuxième étude économétrique nous avons tenté d'approfondir la relation entre le développement du secteur financier, l'environnement institutionnel et la croissance économique en estimant un modèle basé sur les nouvelles théories de la croissance dans le même groupe de pays émergents et en voie de développement.

Le modèle théorique que nous avons utilisé place le développement financier au cœur du processus de développement économique. Les interactions entre le développement financier, la qualité institutionnelle et la croissance ont été testées sur des données construites autour d'une approche en données de panel.

Les résultats obtenus révèlent que le développement des intermédiaires financiers ne se traduit pas mécaniquement par une augmentation du taux de croissance comme le préconise Levine. Bien au contraire, le développement financier peut exercer dans certains cas des effets pervers sur l'activité réelle en raison de l'instabilité financière qu'il engendre. En fait, le résultat important des tests effectués est que le développement financier promeut le développement économique qu'en présence d'institutions de qualité. En d'autres termes, le développement financier ne peut être bénéfique à la croissance qu'au-delà d'un certain seuil de développement institutionnel et légal.

Enfin, pour mettre en évidence les interactions entre le développement financier, la régulation bancaire, et la croissance économique dans un environnement financier globalisé, nous avons intégré la régulation prudentielle et la supervision dans le dernier modèle de croissance. L'analyse appliquée nous enseigne que dans un cadre de mobilité internationale des capitaux qui nourrit la fragilité financière, la régulation bancaire améliore la contribution du développement financier à la croissance économique dans les PVD. En d'autres termes, l'incidence favorable du développement financier sur l'activité réelle est conditionnée par la politique de réglementation de l'activité bancaire mis en œuvre par les pays. Ces résultats

corroborent la portée de la politique financière défendue dans cette thèse, une politique qui réserve un rôle crucial à la réglementation et la supervision bancaire.

Une chose est sûre, les pays émergents et en voie de développement doivent développer leurs systèmes financiers. Mais, pour que les pays puissent bénéficier pleinement de l'expansion des systèmes financiers dans un contexte de mondialisation financière générateur d'instabilité, il est nécessaire de mettre en place une structure institutionnelle et réglementaire adéquate ainsi qu'un renforcement des autorités de supervision bancaire. Les pays qui souhaitent s'ouvrir à la finance internationale doivent préalablement amener leurs appareils financiers à une certaine profondeur avant de les exposer à la concurrence internationale. Il ne s'agit pas de laisser « traîner les choses » en reprenant l'expression de Chouchane-Verdier (2001), mais juste de trouver la bonne trajectoire à suivre pendant la transition vers la libéralisation financière.

### **Quelques pistes de réflexion**

Pour poursuivre ce travail de recherche, au moins trois prolongements sont possibles. En premier lieu, il serait utile d'intégrer l'instabilité financière dans notre modèle de croissance pour mieux apprécier le lien unissant le développement financier, la régulation financière et la croissance économique car si le développement financier stimule la croissance, l'instabilité qu'il engendre exerce l'effet inverse. Une étude plus approfondie de cette question impliquerait l'introduction d'un terme croisé entre développement financier et instabilité financière.

En second lieu, on pourrait approfondir l'étude pour le cas algérien. Une telle étude nécessiterait le recours à des variables indicatrices faisant référence à l'Algérie dans un panel composé de PVD et de pays émergents afin de préserver un nombre d'observations suffisant pour aboutir à des estimations précises.

Enfin, dans la mesure où les réformes institutionnelles nécessaires au développement financier dans les PVD ont un coût – qui peut être même parfois prohibitif en termes sociaux, politique et économique –, il serait intéressant de réaliser une sorte d'analyse 'coûts-avantages' de la mondialisation financière pour savoir quand et comment les pays en développement peuvent amorcer des réformes institutionnelles qui leur permettent de bénéficier des effets positifs de la mondialisation financière en matière de développement financier tout en tenant compte du coût liés aux résistances sociales et à l'impact économique qui ne manqueront pas de survenir.

## **ANNEXES**

## ANNEXE 1 : PRESENTATION DES VARIABLES

### Annexe 1.1 : Présentation des variables pour la première étude : « Développement financier, ouverture financière et développement institutionnel »

	Variable	Définition	Source
Variables financières	<i>M3 en pourcentage du PIB (M3)</i>	Ce deuxième indicateur représente l'agrégat monétaire M3 (la masse monétaire M2 + dettes financières des banques et autres institutions financières) rapporté au PIB. Le ratio des actifs liquides du système financier en proportion du PIB permet d'apprécier le niveau d'approfondissement financier et de mesurer la taille du secteur financier officiel par rapport à la taille de l'économie.	<i>World Bank (2015).</i>
	<i>Le ratio du crédit domestique au secteur privé en pourcentage du PIB (CDP)</i>	Le crédit au secteur privé (le montant du crédit alloué au secteur privé par les banques et autres institutions financières non bancaires) rapporté au PIB mesure le niveau d'activité des intermédiaires financiers dans l'exercice de leur fonction principale de canalisation de l'épargne vers les investisseurs. Comme il présente l'avantage d'isoler les crédits alloués au secteur privé des crédits au secteur public, il reflète plus clairement le rôle des intermédiaires financiers dans le financement du secteur productif.	<i>World Bank (2015).</i>
	<i>Le ratio du crédit domestique fourni par les banques au PIB (CDB)</i>	Le rapport crédit bancaire intérieur au PIB est employé afin de mesurer l'importance de l'activité du crédit dans l'économie. Les crédits domestiques attribués par le secteur bancaire représentent l'ensemble des prêts accordés à tous les secteurs économiques (en brut) et les crédits au gouvernement (en net). Le secteur bancaire comprend les autorités monétaires, les banques de dépôts et les autres institutions bancaires (banques d'affaires, banques immobilières....).	<i>World Bank (2015).</i>
	<i>Le ratio de capitalisation boursière par rapport au PIB (CAP)</i>	Indicateur de mesure du niveau de développement des marchés boursiers. Appelé aussi le ratio de la valeur du marché boursier. La capitalisation boursière mesure la taille du marché boursier et est égale à la valeur totale des titres cotés en bourse rapportée au PIB.	<i>World Bank (2015).</i>
	<i>Variable d'ouverture financière (OF)</i>	L'ouverture financière est appréhendée à travers l'indice de Chinn et Ito d'ouverture financière totale « KAOPEN ». Ce dernier est construit à partir de quatre variables muettes binaires disponibles dans le « Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change » du FMI (AREAER).	<i>Chinn et Ito (2013),</i>

<b>Variables du développement institutionnel</b>	<b><i>Le caractère démocratique des institutions politiques (VA)</i></b>	mesure la possibilité des citoyens d'un pays à choisir leurs dirigeants, ainsi que la liberté d'expression, la liberté d'association et la liberté des médias.	<i>Kaufmann et al (2015).</i>
	<b><i>La stabilité politique et l'absence de violence (PV)</i></b>	Indicateur qui permet d'évaluer le risque de déstabilisation ou de renversement d'un régime par des moyens anti-constitutionnels et / ou violents, y compris la violence politique et le terrorisme.	<i>Kaufmann et al (2015).</i>
	<b><i>L'efficacité des pouvoirs publics (GE)</i></b>	Indicateur de la qualité et la disponibilité des services publics, la bureaucratie, la compétence des fonctionnaires de l'état, l'aptitude de l'administration à résister aux pressions politiques, de la qualité de l'élaboration des politiques et de leurs mises en œuvre ainsi que la crédibilité et la transparence du gouvernement dans ses réformes, ses engagements et ses politiques.	<i>Kaufmann et al (2015).</i>
	<b><i>La qualité de la réglementation (RQ)</i></b>	évalue l'aptitude du gouvernement à mettre en place des politiques disciplinées et une réglementation favorable au développement du secteur privé.	<i>Kaufmann et al (2015).</i>
	<b><i>L'état de droit (RL)</i></b>	Indicateur qui mesure la confiance dans les lois et les règles de la société et la manière dont les citoyens s'y conforment, en particulier les engagements contractuels, les droits de propriété, la qualité de la police, des tribunaux, du niveau de violence et les risques de crime.	<i>Kaufmann et al (2015).</i>
	<b><i>Le contrôle de la corruption (CC)</i></b>	mesure l'étendu de la corruption et la manière avec laquelle le pouvoir public est exercé à des fins d'enrichissement personnel, dans ses formes les plus graves comme les plus bénignes, mais aussi de la propension des élites et des intérêts privés à s'accaparer de l'Etat.	<i>Kaufmann et al (2015).</i>
	<b><i>La variable du développement institutionnel informel (TRUST)</i></b>	Cette variable mesure le niveau du capital social dans différents pays du monde, à partir d'une enquête de valeurs. Le questionnaire adressé à un échantillon d'individus est basé sur des questions concernant la nature des relations tissées entre les citoyens d'une même société, ainsi que leurs liens supposés avec le gouvernement.	<i>World Values Survey (2015).</i>

<b>Variables macro-économiques</b>	<b><i>Y</i></b>	Le niveau du PIB par tête exprimé en parité du pouvoir d'achat ( <i>PPA</i> ).	<i>World Bank (2015).</i>
	<b><i>INF</i></b>	Le taux d'inflation.	<i>World Bank (2015).</i>
	<b><i>Le Taux d'ouverture commerciale (OPEN)</i></b>	mesuré par la somme des importations et exportations en pourcentage du PIB. Il s'agit d'une variable d'ouverture commerciale de facto.	<i>World Bank (2015).</i>
	<b><i>Le taux de scolarisation du secondaire (SCHOOL)</i></b>	c'est le rapport entre la population scolarisée dans le secondaire sur la population en âge d'être scolarisée dans le secondaire.	<i>World Bank (2015).</i>
	<b><i>Le déficit budgétaire</i></b>	Les revenus étatiques nets par rapport au PIB.	<i>World Bank (2015).</i>
	<b><i>Les réserves internationales</i></b>	Les réserves totales en termes de mois d'importations.	<i>World Bank (2015).</i>
	<b><i>TRADEOPEN</i></b>	Cette variable correspond à la réciproque de la moyenne pondérée des charges imposées aux importations et aux exportations. Elle représente l'ouverture commerciale de jure.	<i>World Bank (2015).</i>

**Annexe 1.2 : Présentation des variables pour la deuxième étude :  
« Développement financier, développement institutionnel et  
croissance économique »**

Variables du modèle de de MRW	Variable	Définition	Source
	<i>La croissance économique</i>	C'est la variable dépendante qui est appréhendée à travers <i>le taux de croissance du PIB par tête</i> exprimé en parité du pouvoir d'achat afin de pouvoir procéder à des comparaisons internationales.	<i>World Bank (2015).</i>
	<i>Le niveau initial du PIB réel par habitant en PPA (PIBT0)</i>	Comme dans MRW, le PIB par tête initial exprime le processus de convergence : les pays à faible niveau initial de développement croissent plus vite que les pays développés.	<i>World Bank (2015).</i>
	<i>Le taux d'investissement en capital physique (FBCF)</i>	C'est le rapport de l'investissement local (approximé par la formation brute du capital fixe) au produit intérieur brut.	<i>World Bank (2015).</i>
	<i>Le taux d'investissement en capital humain (SCHOOL)</i>	Ce taux sera approximé par le taux de scolarisation du secondaire (rapport entre la population scolarisée dans le secondaire sur la population en âge d'être scolarisée dans le secondaire).	<i>World Bank (2015).</i>
	<i>POP</i>	Cette variable correspond, comme dans l'article de MRW (1992), à la somme du taux de croissance de la population ( $n$ ), du taux de croissance du progrès technique ( $g$ ) et du taux de dépréciation du capital ( $\delta$ ). Le taux de progrès technique ( $g$ ) et celui de la dépréciation du capital physique et humain ( $\delta$ ) sont considérés comme exogènes. Leur somme est fixée à 0,05.	<i>World Bank (2015).</i>

	<b>Variable</b>	<b>Définition</b>	<b>Source</b>
<b>Variables financières</b>	<b><i>La masse monétaire en pourcentage du PIB (M2)</i></b>	Ce ratio est égal au volume des engagements liquides (monnaie, dépôts à vue et dépôts à terme des intermédiaires financiers bancaires et non bancaires du système financier) rapporté au PIB. L'indicateur M2/PIB mesure la taille du secteur financier officiel par rapport à la taille de l'économie.	<i>World Bank (2015).</i>
	<b><i>M3 en pourcentage du PIB (M3)</i></b>	Cet indicateur représente l'agrégat monétaire M3 rapporté au PIB.	<i>World Bank (2015).</i>
	<b><i>Le ratio du crédit domestique au secteur privé en pourcentage du PIB (CDP)</i></b>	Le crédit au secteur privé (le montant du crédit alloué au secteur privé par les banques et autres institutions financières non bancaires) rapporté au PIB mesure le niveau d'activité des intermédiaires financiers dans l'exercice de leur fonction principale de canalisation de l'épargne vers les investisseurs. Comme il présente l'avantage d'isoler les crédits alloués au secteur privé des crédits au secteur public, il reflète plus clairement le rôle des intermédiaires financiers dans le financement du secteur productif.	<i>World Bank (2015).</i>
	<b><i>Le ratio du crédit domestique fourni par les banques au PIB (CDB)</i></b>	Le rapport crédit bancaire intérieur au PIB est employé afin de mesurer l'importance de l'activité du crédit dans l'économie. Les crédits domestiques attribués par le secteur bancaire représentent l'ensemble des prêts accordés à tous les secteurs économiques (en brut) et les crédits au gouvernement (en net). Le secteur bancaire comprend les autorités monétaires, les banques de dépôts et les autres institutions bancaires (banques d'affaires, banques immobilières....).	<i>World Bank (2015).</i>
	<b><i>Le ratio de capitalisation boursière par rapport au PIB (CAP)</i></b>	Indicateur de mesure du niveau de développement des marchés boursiers. La capitalisation boursière est égale à la valeur totale des titres cotés en bourse rapportée au PIB.	<i>World Bank (2015).</i>



<b>Variables du développement institutionnel</b>	<b>Le caractère démocratique des institutions politiques (VA)</b>	mesure la possibilité des citoyens d'un pays à choisir leurs dirigeants, ainsi que la liberté d'expression, la liberté d'association et la liberté des médias.	<i>Kaufmann et al (2015).</i>
	<b>La stabilité politique et l'absence de violence (PV)</b>	Indicateur qui permet d'évaluer le risque de déstabilisation ou de renversement d'un régime par des moyens anti-constitutionnels et / ou violents, y compris la violence politique et le terrorisme.	<i>Kaufmann et al (2015).</i>
	<b>L'efficacité des pouvoirs publics (GE)</b>	Indicateur de la qualité et la disponibilité des services publics, la bureaucratie, la compétence des fonctionnaires de l'état, l'aptitude de l'administration à résister aux pressions politiques, de la qualité de l'élaboration des politiques et de leurs mises en œuvre ainsi que la crédibilité et la transparence du gouvernement dans ses réformes, ses engagements et ses politiques.	<i>Kaufmann et al (2015).</i>
	<b>La qualité de la réglementation (RQ)</b>	évalue l'aptitude du gouvernement à mettre en place des politiques disciplinées et une réglementation favorable au développement du secteur privé.	<i>Kaufmann et al (2015).</i>
	<b>L'état de droit (RL)</b>	Indicateur qui mesure la confiance dans les lois et les règles de la société et la manière dont les citoyens s'y conforment, en particulier les engagements contractuels, les droits de propriété, la qualité de la police, des tribunaux, du niveau de violence et les risques de crime.	<i>Kaufmann et al (2015).</i>
	<b>Le contrôle de la corruption (CC)</b>	mesure l'étendu de la corruption et la manière avec laquelle le pouvoir public est exercé à des fins d'enrichissement personnel, dans ses formes les plus graves comme les plus bénignes, mais aussi de la propension des élites et des intérêts privés à s'accaparer de l'Etat.	<i>Kaufmann et al (2015).</i>
	<b>La variable du développement institutionnel informel (TRUST)</b>	Cette variable mesure le niveau du capital social dans différents pays du monde, à partir d'une enquête de valeurs. Le questionnaire adressé à un échantillon d'individus est basé sur des questions concernant la nature des relations qui lient les citoyens d'une même société entre eux, ainsi que leurs liens supposés avec le gouvernement.	<i>World Values Survey (2015).</i>
	<b>La variable de réglementation et de supervision bancaire (REG)</b>	La variable de réglementation et de supervision bancaire est approximée par un indicateur de la qualité de la réglementation de Kaufman <i>et al</i> (2015). L'indice prend des valeurs entre - 2.5 et + 2.5, la valeur la plus élevée étant équivalente à une meilleure réglementation.	<i>World Bank (2015).</i>

<b>Variables macro-économiques</b>	<b><i>Le Taux d'ouverture de l'économie (OPEN)</i></b>	mesuré par la somme des importations et exportations en pourcentage du PIB.	<i>World Bank (2015).</i>
	<b><i>Le ratio de dépenses gouvernementales au PIB (GOV)</i></b>	Cette variable est employée pour mesurer l'importance du gouvernement dans l'activité économique. Les dépenses gouvernementales sont censées exercer une influence négative sur la croissance.	<i>World Bank (2015).</i>
	<b><i>La variable d'instabilité financière (IF)</i></b>	A chacune des variables de développement financier est associée, une mesure d'instabilité financière. L'instabilité financière est captée par la déviation de l'indicateur de développement financier par rapport à sa tendance de long terme.	<i>World Bank (2015).</i>

## ANNEXE 2 : LISTE DES PAYS DE L'ECHANTILLON

Albania	Gambia, The	Niger
Algeria	Georgia	Nigeria
Bangladesh	Ghana	Pakistan
Belize	Guatemala	Panama
Benin	Honduras	Papua New Guinea
Bolivia	India	Paraguay
Botswana	Indonesia	Peru
Brazil	Iran, Islamic Rep.	Philippines
Bulgaria	Jamaica	Romania
Burkina Faso	Jordan	Rwanda
Burundi	Kenya	Senegal
Cameroon	Lebanon	Sierra Leone
Central African Republic	Lesotho	South Africa
Chad	Madagascar	Sri Lanka
China	Malaysia	Sudan
Colombia	Malawi	Syrian Arab Republic
Congo, Rep.	Mali	Tanzania
Costa Rica	Mauritania	Thailand
Cote d'Ivoire	Mauritius	Togo
Dominican Republic	Mexico	Tunisia
Ecuador	Mongolia	Turkey
Egypt, Arab Rep.	Morocco	Uganda
El Salvador	Mozambique	Zambia
Ethiopia	Namibia	Zimbabwe
Fiji	Nepal	
Gabon	Nicaragua	

**ANNEXE 3 : STATISTIQUE DESCRIPTIVE ET TESTS  
ECONOMETRIQUES POUR LA PREMIERE ETUDE :  
« DEVELOPPEMENT FINANCIER, OUVERTURE FINANCIERE  
ET DEVELOPPEMENT INSTITUTIONNEL »**

**Annexe 3.1 : Statistique descriptive**

<b>Variables</b>	<b>Moyenne</b>	<b>Maximum</b>	<b>Minimum</b>	<b>Ecart-type</b>	<b>Nombre d'observations</b>
<b>M3</b>	0.458	1.078	0.179	0.259	14
<b>CDP</b>	0.549	1.483	0.175	0.417	24
<b>CBD</b>	0.705	1.825	0.178	0.485	24
<b>CAP</b>	0.589	2.340	0.064	0.540	23
<b>OF</b>	0.325	2.389	-1.187	1.475	24
<b>INS</b>	0.167	0.410	0.030	0.099	24
<b>TRUST</b>	0.167	0.410	0.030	0.099	24
<b>INS*OF</b>	0.331	2.566	-1.923	1.085	24
<b>TRUST*OF</b>	0.020	0.430	-0.380	0.245	24
<b>Y</b>	6359.442	10906.26	2005.862	3040.048	24
<b>OPEN</b>	0.698	1.439	0.343	0.345	14
<b>SCHOOL</b>	0.812	1.000	0.312	0.185	14
<b>INF</b>	0.057	0.117	0.022	0.027	24
<b>INS*M3</b>	0.198	0.756	-0.413	0.351	14
<b>INS*CDP</b>	0.362	2.521	-0.412	0.810	24
<b>INS*CBD</b>	0.417	2.908	-0.557	0.915	24

<b>INS*CAP</b>	0.460	3.658	-0.295	1.003	23
<b>TRUST*M3</b>	0.105	0.378	0.018	0.120	14
<b>TRUST*CDP</b>	0.102	0.436	0.009	0.126	24
<b>TRUST*CBD</b>	0.144	0.570	0.013	0.149	24
<b>TRUST*CAP</b>	0.098	0.396	0.006	0.117	23

***M3** : M3 en pourcentage du PIB, **CDP** : le ratio du crédit domestique au secteur privé en pourcentage du PIB, **CBD** : le ratio du crédit bancaire domestique dans le PIB, **CAP** : la capitalisation boursière par rapport au PIB, **OF** : l'ouverture financière internationale, **INS** : le développement institutionnel, **TRUST** : le niveau de confiance ou le capital social, **Y** : le PIB par tête, **OPEN** : le taux d'ouverture commerciale, **SCHOOL** : le niveau de scolarisation du secondaire, **INF** : le taux d'inflation.*

### **Annexe 3.2: Tests de spécification d'Hausman**

Une série de tests d'Hausman relatifs à la spécification des effets individuels ou aléatoires a été menée pour l'ensemble des équations de l'étude. Les tests effectués pour la première équation de l'étude (équation 1) sont présentés ci-dessous. Pour le reste des équations, les probabilités des tests sont reportées directement dans les différents tableaux du chapitre. Le test d'Hausman suit une loi de Khi-deux avec  $k-1$  degré de liberté et permet de discriminer entre un modèle à effets fixes ou un modèle à effets aléatoires. Plus précisément, il permet de tester la présence d'une corrélation ou non entre les effets spécifiques et les variables explicatives du modèle. Dans le premier cas, nous supposons que les effets spécifiques peuvent être corrélés avec les variables explicatives du modèle ; et dans le second cas, nous supposons que les effets spécifiques sont orthogonaux aux variables explicatives du modèle.

Le test d'Hausman repose sur les hypothèses suivantes :

*L'hypothèse nulle* : Le modèle peut être spécifié avec des effets individuels aléatoires.

*L'hypothèse alternative* : Le modèle doit être spécifié avec des effets individuels fixes.

Lorsque la probabilité du test est inférieure à 10%, l'hypothèse nulle est rejetée et donc le modèle à effets fixes est privilégié, ce qui est le cas des modèles 2 et 3 du tableau 5. Dans le cas contraire, nous retenons le modèle à effets aléatoires, ce qui est le cas des modèles 1 et 4 du même tableau.

## Test d' Hausman pour l'équation (1): M3 en fonction de OF

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: PANEL

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.2987	7	0.1723

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
OF(t-1)?	0.0069	0.0071	0.0000	0.9722
INS?	-0.0164	-0.0040	0.0000	0.1280
INS*OF(t-1)?	0.0155	0.0148	0.0000	0.8010
Y?	0.0000	0.0000	0.0000	0.7817
OPEN?	0.1854	0.1975	0.0008	0.6819
SCHOOL?	0.1992	0.2326	0.0007	0.2312
INF?	0.0135	0.0123	0.0000	0.8897

## Test d' Hausman pour l'équation (1): CDP en fonction de OF

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: PANEL

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	19.4191	7	0.0070

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
OF(t-1)?	0.0087	0.0024	0.0000	0.1704
INS?	0.0251	0.0315	0.0000	0.4906
INS*OF(t-1)?	0.0346	0.0252	0.0000	0.0047
Y?	0.0000	0.0000	0.0000	0.0848
OPEN?	0.1163	0.1343	0.0008	0.5340
SCHOOL?	0.2435	0.2194	0.0009	0.4374
INF?	-0.0258	-0.0332	0.0001	0.4740

## Test d' Hausman pour l'équation (1): CBD en fonction de OF

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: PANEL

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	22.8053	7	0.0018

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
OF(t-1)?	0.0146	0.0109	0.0000	0.4895
INS?	-0.0177	-0.0058	0.0001	0.2628
INS*OF(t-1)?	0.0450	0.0314	0.0000	0.0006
Y?	0.0000	0.0000	0.0000	0.0862
OPEN?	0.0213	0.0525	0.0011	0.3539
SCHOOL?	0.3093	0.3140	0.0012	0.8933
INF?	0.0272	0.0267	0.0001	0.9663

## Test d' Hausman pour l'équation (1): CAP en fonction de OF

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: PANEL

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	5.0550	6	0.5368

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
OF(t-1)?	0.0014	-0.0138	0.0001	0.2708
INS?	-0.0698	-0.0515	0.0009	0.5428
INS*OF(t-1)?	0.0462	0.0385	0.0000	0.3865
Y?	0.0000	0.0000	0.0000	0.3691
OPEN?	0.3847	0.3427	0.0088	0.6554
SCHOOL?	0.3044	0.2484	0.0138	0.6343



**ANNEXE 4 : STATISTIQUE DESCRIPTIVE POUR LA DEUXIEME ETUDE : « DEVELOPPEMENT FINANCIER, DEVELOPPEMENT INSTITUTIONNEL ET CROISSANCE ECONOMIQUE »**

<b>Variables</b>	<b>Moyenne</b>	<b>Maximum</b>	<b>Minimum</b>	<b>Ecart-type</b>	<b>Nombre d'observations</b>
<b>Croissance</b>	0.027	0.046	0.005	0.011	24
<b>PIBT0</b>	5851.083	10690.75	1826.816	2861.471	24
<b>FBCF</b>	0.229	0.301	0.131	0.041	24
<b>SCHOOL</b>	0.812	1.000	0.312	0.185	14
<b>POP</b>	0.058	0.067	0.040	0.007	24
<b>M2</b>	0.606	1.296	0.221	0.308	24
<b>M3</b>	0.458	1.078	0.179	0.259	14
<b>CDP</b>	0.549	1.483	0.175	0.417	24
<b>CBD</b>	0.705	1.825	0.178	0.485	24
<b>CAP</b>	0.589	2.340	0.064	0.540	23
<b>INS</b>	0.167	0.410	0.030	0.099	24
<b>TRUST</b>	0.167	0.410	0.030	0.099	24
<b>M2*INS</b>	0.292	2.577	-0.580	0.681	24
<b>M3*INS</b>	0.205	0.730	-0.375	0.346	14
<b>CDP *INS</b>	0.394	2.403	-0.398	0.752	24
<b>CBD*INS</b>	0.430	2.961	-0.576	0.925	24
<b>CAP*INS</b>	0.446	3.806	-0.270	0.995	23
<b>M2*REG</b>	-0.088	0.936	-1.249	0.267	300

<b>M3*REG</b>	-0.089	0.788	-1.843	0.252	254
<b>CDP*REG</b>	-0.028	0.912	-0.906	0.212	299
<b>CBD*REG</b>	-0.057	1.046	-1.527	0.271	296
<b>CAP*REG</b>	-0.013	1.321	-3.036	0.385	187
<b>OPEN</b>	0.698	1.439	0.343	0.345	14
<b>GOV</b>	0.125	0.209	0.051	0.046	24

*La croissance économique* : le taux de croissance du PIB par tête, **PIBT0** : le niveau initial du PIB réel par habitant, **FBCF** : le taux d'investissement en capital physique, **SCHOOL** : le niveau d'éducation secondaire, **POP** : la somme du taux de croissance de la population, du taux de croissance du progrès technique et du taux de dépréciation du capital, **M2** : la masse monétaire en pourcentage du PIB, **M3** : M3 en pourcentage du PIB, **CDP** : le ratio du crédit domestique au secteur privé en pourcentage du PIB, **CBD** : le ratio du crédit bancaire domestique dans PIB, **CAP** : la capitalisation boursière par rapport au PIB, **INS** : le développement légal et institutionnel, **OPEN** : le taux d'ouverture de l'économie, **GOV** : le ratio de dépenses gouvernementales au PIB, **TRUST** : le niveau de confiance ou le capital social, **REG** : la variable de régulation financière.

## ANNEXE 5 : CONSTRUCTION DE LA VARIABLE DU DEVELOPPEMENT INSTITUTIONNEL INS PAR LA METHODE DE L'ANALYSE EN COMPOSANTES PRINCIPALES

### Avertissements

Seule une composante a été extraite. Les diagrammes des composantes ne peuvent pas être tracés.

### Statistiques descriptives

	Moyenne	Ecart-type <sup>a</sup>	n analyse <sup>a</sup>	N manquantes
<b>PV</b>	-,540	,7920	1444	0
<b>GE</b>	-,423	,5301	1444	0
<b>RQ</b>	-,330	,5638	1444	0
<b>RL</b>	-,500	,5224	1444	0
<b>CC</b>	-,500	,4827	1444	0

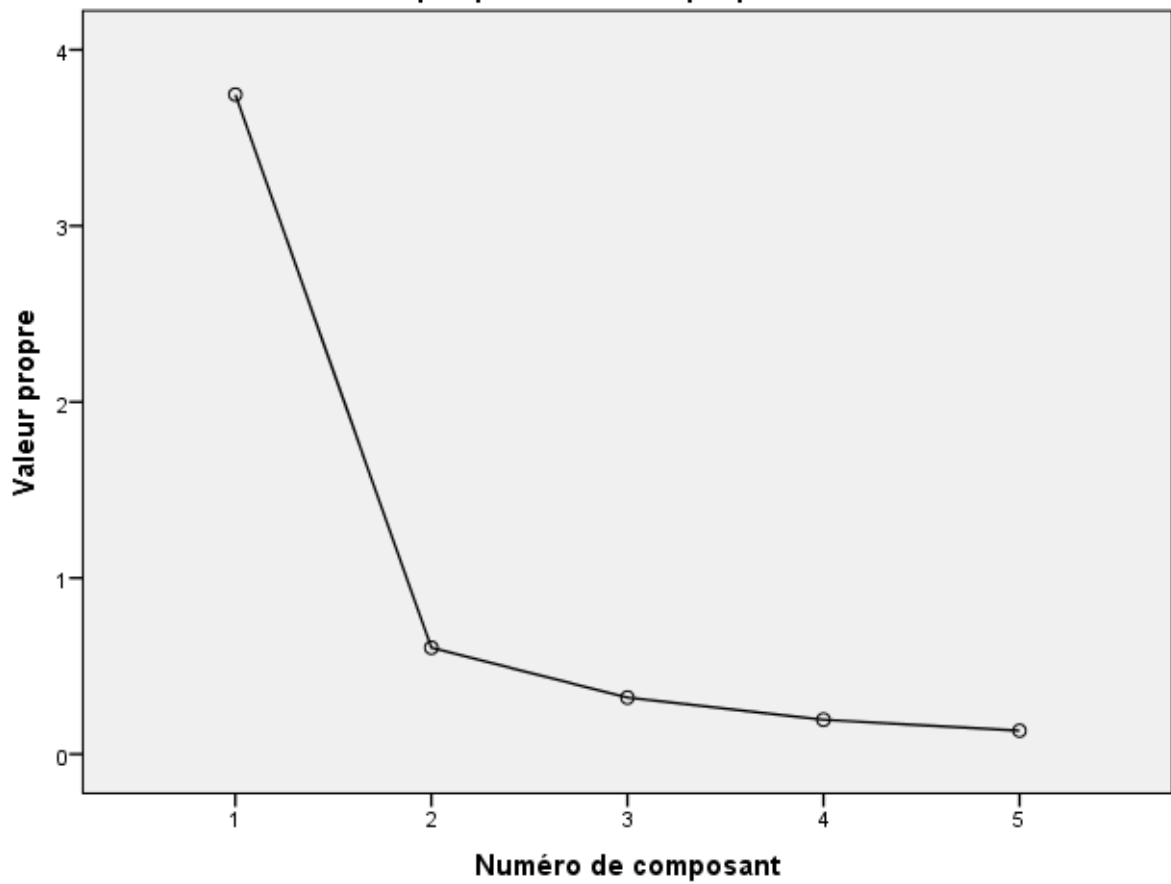
***PV** : La stabilité politique et l'absence de violence, **GE** : L'efficacité des pouvoirs publics, **RQ** : La qualité de la réglementation, **RL** : L'état de droit, **CC** : Le contrôle de la corruption. a. Pour chaque variable, les valeurs manquantes sont remplacées par la moyenne des variables.*

### Matrice de corrélation<sup>a</sup>

		PV	GE	RQ	RL	CC
<b>Corrélation</b>	<b>PV</b>	1,000	,481	,500	,629	,584
	<b>GE</b>	,481	1,000	,810	,804	,800
	<b>RQ</b>	,500	,810	1,000	,688	,704
	<b>RL</b>	,629	,804	,688	1,000	,805
	<b>CC</b>	,584	,800	,704	,805	1,000

***PV** : La stabilité politique et l'absence de violence, **GE** : L'efficacité des pouvoirs publics, **RQ** : La qualité de la réglementation, **RL** : L'état de droit, **CC** : Le contrôle de la corruption. a. Déterminant = ,019.*

**Graphique de valeurs propres**



Variance totale expliquée

Composante	Valeurs propres initiales			Extraction Sommes des carrés des facteurs retenus		
	Total	% de la variance	% cumulés	Total	% de la variance	% cumulés
1	3,746	74,920	74,920	3,746	74,920	74,920
2	,604	12,086	87,005			
3	,321	6,423	93,429			
4	,196	3,913	97,341			
5	,133	2,659	100,000			

*Méthode d'extraction : Analyse en composantes principales.*

**Matrice des composantes<sup>a</sup>**

	<b>Composante</b>
	<b>1</b>
PV	,719
GE	,912
RQ	,861
RL	,913
CC	,907

*Méthode d'extraction :  
Analyse en composantes  
principales.  
a. 1 seule composantes  
extraites.*

## **ANNEXE 6 : CONSTRUCTION DE LA VARIABLE D'INSTABILITE FINANCIERE**

A l'inverse des analyses appliquées qui emploient la récurrence des crises<sup>30</sup> comme mesure de l'instabilité financière (une variable muette qui prend la valeur 1 les années où le pays est frappé par une crise financière et la valeur 0 les autres années), Guillaumont et Kpodar (2004) ainsi que Loayza et Ranciére (2004) ont construit des indicateurs d'instabilité financière à partir des variables de développement financier.

Ainsi, l'instabilité financière est captée par la déviation de l'indicateur de développement financier par rapport à sa tendance de long terme. Il est donc possible d'associer à chacune des variables de développement financier, une mesure d'instabilité financière. Trois types d'indicateurs peuvent être retenus pour évaluer l'instabilité de l'indicateur de développement financier considéré (Kpodar, 2006) :

*i) L'écart type (ou l'écart moyen) du taux de croissance de la variable de développement financier considérée calculé sur chaque période de cinq ans.*

*ii) La moyenne calculée sur chaque période de cinq ans, des valeurs absolues des résidus de l'estimation de la tendance de long terme de la variable financière retenue au cours de toute la période d'étude considérée (1980-2014) (ou de la racine carrée de la moyenne des carrés des résidus).* Les valeurs absolues des résidus sont obtenues en régressant l'indicateur de développement financier séparément pour chaque pays sur sa valeur retardée et une tendance sur la période 1980-2014.

*iii) L'écart type calculé sur chaque période de cinq ans de la composante cyclique du développement financier.* La composante cyclique est la différence entre l'indicateur de développement financier et sa composante tendancielle. Cette composante tendancielle est extraite en appliquant le filtre d'Hodrick et Prescott(1980) à la variable financière.

Nous avons décidé de ne pas utiliser la mesure de crises car celle-ci présente l'inconvénient de capter que la durée des crises et non leur intensité (Kpodar, 2006). Nous avons calculé puis testé les trois mesures d'instabilité financière ci-dessus. En revanche, nous

---

<sup>30</sup> Pour Kpodar (2006), cette indicateur peut être une mesure imparfaite de l'instabilité financière car il ne rend compte que de la durée des crises et non de leur intensité. Mais si l'on considère que les crises les plus sévères sont celles qui durent le plus longtemps, l'imperfection de cette mesure peut être atténuée.

avons retenu seulement les équations qui intègrent l'indicateur d'instabilité financière calculé comme la moyenne des valeurs absolues des résidus de l'estimation de la tendance de long terme de la variable financière considérée sur chaque sous période étant donné que cette mesure permet d'obtenir de meilleurs résultats.

## **BIBLIOGRAPHIE**

1. Abida. Z (2011), « Intégration financière et croissance économique : évidence empirique dans la région MENA », Revue congolaise d'économie, vol. 6, n°2, Décembre, pp. 115-131.
2. Abida. Z et Chakroun. M (2007), « Intégration financière et croissance économique : une étude empirique pour le cas des pays du Maghreb », 11èmes Rencontres Euro-Méditerranéennes "Le financement des économies des pays riverains de la Méditerranée", Nice, 15-16 novembre.
3. Abida. Z et Mohamed Sghaier. I (2011), « Afflux de capitaux, taux de change réel et développement financier : évidence empirique pour les pays du Maghreb », Global Journal of management and business research, vol. 11, n° 11, Novembre, pp. 43-58.
4. Aiboud. K, Adouka. L, Benbayer. H (2015), « Libéralisation financière et Croissance Economique : Approche empirique appliquée au cas de l'Algérie », Document de travail CEREGMIA, hal-01228810.
5. Aglietta. M (1999), « La globalisation financière », in CEPII, L'économie mondiale 2000, la découverte, collection repères, Paris, pp. 52-67.
6. Ait Habouche. A (2006), « Institutions financières et croissance : Une observation du processus des réformes entreprises dans un panel de pays émergents », colloque International Institution et croissance, Oran, 11 - 12 mars.
7. Akyüz. Y (1994), « Libéralisation financière : mythes et réalités », Revue Tiers Monde, vol. 35, n° 139, L'ouverture hétérodoxe : politiques et réformes économiques pour les années 90: Numéro réalisé sous l'égide de la CNUCED, Juillet-Septembre, pp. 521-555.
8. Allégret. J-P (2001), « Quel rôle pour les contrôles des mouvements internationaux de capitaux ? », Economie internationale, La revue du CEPII, n° 81, pp. 77-108.
9. Allegret. J-P et Azzabi. S (2012), « Développement financier, croissance de long terme et effets de seuil », Panoeconomicus, n° 5, pp. 553-581.



10. Allegret. J-P et Azzabi. S (2013), « Intégration financière internationale, développement financier et croissance Économique dans les pays émergents et en développement: estimations d'un modèle à équations simultanées », [http://gdre2013.conference.univ-poitiers.fr/Allegret\\_Azzabi.pdf](http://gdre2013.conference.univ-poitiers.fr/Allegret_Azzabi.pdf)
11. Allegret. J-P, Courbis. B, Dulbecco. Ph (2003), « Intermédiation et stabilité financière dans les économies émergentes », In: Revue française d'économie, vol. 17, n° 4, pp. 213-242.
12. Allegret. J-P, Courbis. B, Ph.Dulbecco. Ph (1999), « Libéralisation financière et stabilité du système financier dans les marchés émergents- la dimension institutionnelle des crises financières », 16èmes Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire du GDR «Economie Monétaire et Financière », Poitiers, 10 -11 Juin.
13. Amable. B (1995), « Systèmes financiers et croissance : les effets du "court-termisme" », Revue Economique, vol. 44, n°3, pp. 827-836.
14. Amable. B (1996), « La concurrence imparfaite entre les intermédiaires financiers est-elle toujours néfaste à la croissance économique ? », Revue Economique, vol. 47, n°3, pp. 765-775.
15. Amable. B, Chatelain. J-B et De Bandt. O (1997), « Confiance dans le système bancaire et croissance économique », Revue Economique, vol. 48, n°3, pp. 397-407.
16. Amaira. B (2003), « Libéralisation financière et croissance économique : Approche en données de panel », 20 ièmes Journées Internationales d'Economie Monétaire et Financière Birmingham, 5 - 6 juin.
17. Amaira. B (2006), « Les conditions préalables à la réussite des réformes financières au sein des pays émergents », 23èmes Journées d'Economie Monétaire et Bancaire, Lille, 22-23 juin.
18. Amaira. B (2007), « La théorie originelle de McKinnon - Shaw : Vérification empirique des hypothèses néo-libérales pour les pays du Maghreb arabe », 24èmes Journées d'Economie Monétaire et Bancaire, Rennes, 14 - 15 juin.
19. Artus. P, Betbèze . J-P, De Boissieu. C et Capelle-Blancard. G (2008), « La crise des subprimes », La Documentation française, Paris.

20. Asongu. S and De Moor. L (2015), « Financial development dynamic thresholds of financial globalization:evidence from Africa », MPRA Paper, n° 68663, January.
21. Ayoub .H (2003), « Les réformes du système financier libanais contribuent –elles à améliorer son efficacité ? », Communication présentée au 20 èmes journées internationales d'économie monétaire et bancaire », Birmingham, 5-6 Juin.
22. Azzabi. S (2012), « Intégration financière internationale, développement financier et croissance dans les pays émergents et en développement », Thèse de doctorat en Sciences économiques, Université Lumière Lyon 2.
23. Bachellerie. A, Héricourt. J, Mignon. V (2010), « L'intégration commerciale est-elle une condition préalable à l'intégration financière ? », Revue économique, vol. 61, n° 3, pp. 477-488, Mai.
24. BAD (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 ? », Rapport publié par Sildar, Tunis.
25. Banque de France (2009), « La crise financière », Documents et débats, n° 2.
26. Barth. J. R, Caprio. G and Levine. R (2001), « The Regulation and Supervision of Banks around the World: A New Database», The World Bank.
27. Barth. J. R, Caprio. G et Levine. R (2002), « Bank Regulation and Supervision : What Works Best? », NBER Working Papers Series, n° 9323, November.
28. Barth. J. R,Caprio. G and Levine. R (2006) ,«The Design and Governance of Bank Supervision» , Paper prepared for the Riksbank conference on The Governance of Central Banks, July .
29. Beck. T, Demirgüç-Kunt. A and Levine. R (1999), « A New Database on Financial Development and Structure », The World Bank.
30. Beck. T, Demirgüç-Kunt. A and Levine. R (2002), « Law and finance: why does legal origin matter? », NBER Working Paper, n° 9379.

31. Beck. T, Levine. R and Norman. L (2000), « Finance and the Sources of Growth», Journal of Financial Economics, n°58, pp. 261-300.
32. Beck. T. and Levine. R (2004), « Legal Institutions and Financial Development » in Claude Menard Shirley. M (eds) Handbook of New Institutional Economics, Kleuver Dordrecht, The Nandherlands.
33. Béji. S (2007), « Financial Openness and Financial Development in the South Mediterranean Sea Countries: Institutional Approach and Calculation of Development Thresholds », European Research Studies, vol 10, Special Issue (3-4), pp. 107-127.
34. Béji. S (2009), « Le développement financier pour les pays du Sud de la Méditerranée à l'épreuve de la mondialisation financière », Thèse de doctorat en Sciences Economiques, Université Paris XIII-Nord.
35. Béji. S et Youssef. D (2010), « La place de la régulation bancaire dans le développement bancaire et la croissance : une approche institutionnelle pour les pays d'Afrique du Nord et du Moyen-Orient », Région et développement, n° 32.
36. Belaisch. A et Zanello. A (2006), « Des liens financiers plus étroits : L'Asie cherche à renforcer son intégration financière dans la région et le reste du monde », Finances & Développement, Juin.
37. Ben Aissa. M. S, Drine. I, Nabi. M. S (2008), « Intégration Financière et Rattrapage Technologique : Evidence Empirique à partir du Bassin Méditerranéen », <https://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Knowledge/30757584-EN-2.2.4-NABI-BEN-AISSA-DRINE.PDF>, Septembre.
38. Ben Doudou. M (2009), « Relation entre intégration financière et croissance: pourquoi est-elle ambiguë ? », MPRA Paper 12982, University Library of Munich, Germany.
39. Ben Gamra. S et Clévenot. K (2006), « Libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents », CEPN Working Papers hal-00188615.
40. Ben Gamra. S et Clévenot. K (2008), « Les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement Croissance économique ou instabilité financière ? », hal-00323334.

41. Ben Gamra. S et Plihon. D (2007) « Qualité Des Institutions, Libéralisation Et Crises Bancaires Le Cas Des Pays Émergents », CEPN Working Papers hal-00574136.
42. Ben Gamra. S et Plihon. D (2007), « Politiques de libéralisation financière et crises bancaires », Economie Internationale, CEPII research center, n° 112, pp. 5-28.
43. Ben Gamra. S et Clévenot. K (2006), « Libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents : la prégnance du rôle des institutions », CEPN CNRS 71-15, hal-00188615.
44. Ben Kahla. K, Gassab. M, Salah. H (2014), « Systèmes financiers, gouvernance bancaire et facilitation du commerce en Afrique du Nord : états des lieux et conditions de réussite des réformes. », Forum pour le développement en Afrique du Nord, Session parallèle «Gouvernance des institutions financières», Marrakech, 19-20 février.
45. Ben Kahla. K, Salah. H et Gassab. M (2007), « Réformes financières, gouvernance bancaire et facilitation du commerce en Afrique du Nord », Forum pour le développement en Afrique du Nord.
46. Bénassy-Quéré. A et Salins. V (2005), « Impact de l'ouverture financière sur les inégalités internes dans les pays émergents », CEPII, Document de travail n°11, Juillet.
47. Bentahar. N (2005), « Les conditions préalables au succès de la libéralisation financière : application aux pays du Maghreb et du Machrek arabes », Thèse doctorat en Sciences Economiques, Université d'Auvergne Clermont 1.
48. Bentahar. N, « Facteurs déterminant le succès des réformes financières dans les pays en développement: Application d'un modèle de durée », <http://www.mafhoum.com/press6/177E12.pdf>
49. Berthélemy. J-K et Bentahar. N (2004), « Financial reforms and financial development in Arab countries », Paper presented at the International Conference on Institutions and Development Performance organised by the Arab Planning Institute, June 8-9.
50. Berthélemy. J-K et Varoudakis. A (1994), « Intermédiation financière et croissance endogène », Revue économique, vol. 46, n° 3, pp. 737-750.

51. Berthélemy. J-K et Varoudakis. A (1995), « Clubs de convergence et croissance. Le rôle du développement financier et du capital humain », Revue économique, vol. 46, n°2, pp. 217-235.
52. Berthélemy. J-K et Varoudakis. A(1998), « Développement financier, réformes financières et croissance .Une approche en données de panel », Revue économique, vol. 49, n° 1, pp. 195-206.
53. Blanco. L (2013), « Finance, Growth, and institutions in Latin America: what are the Links?», vol. 50, n° 2, pp. 179-208, November.
54. Boukha-Hassane. R et Zatl . N (1998), « Investissements directs étrangers, croissance et convergence : Une approche empirique », Les cahiers du CREAD, n° 10.
55. Bourget. J, Figluizzi. A et Zenou. Y (2002), « Monnaies et systèmes monétaires », Bréal.
56. Bousrih. L et Trabelsi. M (2005), « Libéralisation financière, développement financier et crises bancaires : le rôle du capital social », Revue d'économie financière, vol. 81, n° 4 , pp. 83-106.
57. Boyer. R, Dehove. M et Plihon. D (2004), « Les crises financières », Conseil d'Analyse Economique, La documentation française, Paris.
58. Brezigar Masten. A, Coricelli. F, Masten. I (2007), « Non-linear growth effects of financial development: Does financial integration matter? », <http://wp.comunite.it/workshop/coricelli.pdf>, September.
59. Brezigar-Masten. A, Coricelli. F, Masten. I (2010), « Financial integration and financial development in transition economies: what happens during financial crises? », Documents de travail du Centre d'Economie de la Sorbonne 2010.21 - ISSN: 1955-611X, halshs-00469499.
60. Caprio. G and Demirgüç-Kunt. A (1997), « The Role of Long Term Finance: Theory and Evidence? », World Bank Policy Research Working Paper 1746, February .
61. Cartapanis. A (2010), « Les paradoxes de la relation entre globalisation financière et la croissance », in « La grande histoire du capitalisme », Sciences Humaines, Hors-série n°11, Mai-Juin.

62. Chebbi. M. J (2005), « Existe-t-il une relation entre la libéralisation financière et les crises bancaires dans les pays émergents? », Cahiers de recherche d'EURISCO, n° 17, Université Paris-Dauphine, Paris.
63. Chebbi. M. J (2006), « Les effets de la supervision et de la réglementation sur les crises bancaires », Cahiers de recherche EURISCO.
64. Chen. J et Quang. T (2012), « International Financial Integration and Economic Growth: New Evidence on Threshold Effects », PSE Working Papers halshs-00710139.
65. Chinn. M and Ito. H (2006), « What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions and Interactions », Journal of Development Economics, vol. 81, n° 1, pp. 163-192.
66. Chinn. M et Ito. H (2008), « A new measure of financial openness », Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice, vol. 10, n°3.
67. Chouchane-Verdier. A (2001), « Libéralisation financière et croissance économique : le cas de L'Afrique Subsaharienne », L'Harmattan, Paris.
68. Cohen. B. J (2001), « Contrôle des capitaux: Pourquoi les gouvernements hésitent-ils ? », Revue économique, vol. 52, n°2, Mars, pp. 207-232.
69. Côté. S et Helliwell. J. F (2002), « Le capital social : un concept utile ? », Texte tiré d'un exposé présenté au congrès 2002 de l'Association des économistes québécois « La croissance économique : À quel prix et pour qui ? », Québec, 16 mai.
70. Creane. S, Goyal. R, Mushfiq Mobarak. A et Randa Sab. R (2003), « Banco sur le développement, La poursuite des réformes financières est riche de promesses pour les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord », Finances & Développement, Mars, pp. 26-29.
71. Creane. S, Goyal. R, Mushfiq Mobarak. A et Randa Sab. R (2004), « Financial Sector Development in the Middle East and North Africa », IMF working paper.
72. Delli Gatti. D, Gallegati. M, and Minsky. H.P (1994), « Financial Institutions, Economic Policy, and the Dynamic Behavior of the Economy », Working paper n°126, Paper prepared for the International J. A. Schumpeter Society Fifth Conference at Munster Germany, August 17-20.

73. Demetriades. P et S. Law (2004), « Finance, Institutions and Economic Growth», University of Leicester , Working paper, n° 04/5.
74. Dhrifi. A (2009), « Intégration financière, instabilité financière et croissance économique », 1er Forum des Economistes Tunisiens, Tunis, Congrès annuel de l'ASECTU, 10 décembre.
75. Diaz-Alejandro. C (1985), « Good-bye financial repression, hello financial crash», Journal of Development Economics, vol. 19, n° 1-2, September-October, pp. 1-24.
76. Edison . H. J, Klein. M. W, Ricci. L. A, and Sløk. T (2004), « Capital Account Liberalization and Economic », IMF Staff Papers, vol. 51, n° 2.
77. Eggoh. J. C (2009), « Croissance Economique et Développement Financier : éléments d'analyse théorique et empirique », Thèse de doctorat en Sciences Economiques, Université d'Orléans.
78. Eichengreen. B and Leblang. D (2003), « Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right? », International Journal Of Finance And Economics, vol. 8, n°3, pp.205-224.
79. Eichengreen. B and Mussa. M (1998), « Capital Account Liberalization and the IMF », Finance & Development, December, pp.16-19.
80. Eichengreen. B, Mussa. M, Dell'Araccia. G, Detragiache. E, Milesi-Ferretti. G. M, Tweedie. A (1999), « La libéralisation des mouvements de capitaux Aspects analytiques », FMI.
81. Éloi. L (2009), « Peut-on se fier à la confiance ? », Revue de l'OFCE, Janvier, <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/1-108.pdf>
82. Fanelli. J. M, Frenkel. R (1994), « Gradualisme, traitement de choc et périodisation », In: Tiers-Monde, tome 35, n° 139, pp. 581-611.
83. Ghanem. Y et Achouche. M (2016), « Déterminants du développement financier dans la région du MENA (1996-2011): Évidence d'un Panel », El-Bahith Review, n° 84.

84. Guillaumont Jeanneney. S (1998), « Monnaie et finances », Presse universitaire de France, Paris.
85. Guillaumont Jeanneney. S et Kpodar. K (2004), « Développement financier, instabilité financière et croissance économique », Document de travail de la série Etudes et Documents, Avril.
86. Gurley. J. G, Shaw. E (1973), « La Monnaie dans une Théorie des Actifs Financiers », Cujas, Paris.
87. Hay. M (2000), « Banque et croissance : examen critique et analyse en données de panel », Papier présenté au 17 èmes journées internationales d'économie monétaire et bancaire, Lisbonne, Juin.
88. Horiuchi. A (2000), « Crise bancaire, gouvernance privée et supervision », Économie internationale, La revue du CEPII, n° 84.
89. Hortense Rabemananjara. J (1998), « Etudes sur la relation entre la finance et la croissance économique », Thèse de doctorat d'Etat en Sciences Economiques, Université de Montréal.
90. Ito. H (2005), « Financial Development and Financial Liberalization in Asia: Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization », The North American Journal of Economics and Finance, vol. 17, n°3.
91. Jacquet. P (1999), « Deux décennies de mondialisation financière », Politique étrangère, vol. 64, n°3, pp. 645-661.
92. Jimborean. R (2004), « Développement financier et croissance économique dans les pays en transition », Novembre, [www.ifgtunisia.org/files/.../Ben%20Salha%20Oussama.pdf](http://www.ifgtunisia.org/files/.../Ben%20Salha%20Oussama.pdf)
93. Joseph. A, Raffinoto. M et Venet. B (1998), « Approfondissement financier et croissance : analyses empiriques en Afrique subsaharienne », Techniques Financières & Développement, vol. 52, pp. 17-25.
94. Kaminsky. G (2004), « International Capital Flows : A Blessing or a Curse? », Mimeo George Washington University et NBER.



95. Kaminsky. G et Reinhart. C (1999) : « The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance of Payments Problems », American Economic Review, vol. 89, n°3, pp. 473-500.
96. Kaminsky. G et Schmukler. S (2008), « Short-Run Pain, Long-Run Gain: Financial Liberalization and Stock Market Cycles », Review of Finance, vol. 12, n°2, pp. 253-292.
97. Kaufmann. D, Kraay. A et Mastruzzi. M (2009), « Governance Matters VIII Aggregate and Individual Governance Indicators 1996–2008 », [www.worldbank.org/wbi/governance/govmatters5](http://www.worldbank.org/wbi/governance/govmatters5).
98. Kaufmann. D. A. Kraay, and M. Mastruzzi (2009), « Governance matters VII: Aggregate and individual governance indicators for 1996- 2007», The World Bank Policy Research, Working Paper, n° 4654.
99. Kchir Jedidi. F et Mensi. S (2009), « Ouverture du Compte de Capital et Ordonnancement des Réformes Economiques et Financières », 1er Forum des Economistes Tunisiens, Tunis, 10 décembre.
100. Kefif. M. B (2007), « Effets de la dévaluation et de la libéralisation financière sur la croissance économique », Thèse de doctorat d'Etat en Sciences Economiques, Université d'Oran.
101. Khalfaoui. H « La causalité entre le développement réel et développement financier : Une notion encore embarrassée pour les PED », [www .fsegn.rnu.tu/Actualites/.../Hamdi% Khalfaoui.pdf](http://www.fsegn.rnu.tu/Actualites/.../Hamdi%Khalfaoui.pdf)
102. King. G and Levine. R (1993), « Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right? », Quarterly Journal of Economics, vol. 108, n°3, pp. 717-738.
103. Kose. A, Prasad. E, Rogoff. K et Wei. S-J (2006), « Financial Globalization : A Reappraisal », IMF Working Paper, n°189.
104. Kose. A, Prasad. E, Rogoff. K et Wei. S-J (2007), « Mondialisation financière : au-delà de la polémique Un nouveau regard sur la mondialisation financière pour en réévaluer les coûts et les avantages », Finances & Développement, Mars, pp. 9-13.
105. Kose. A, Prasad. E, Rogoff. K et Wei. S-J (2009), « Thresholds in the process of international financial integration », NBER Working Paper, n° 14916, April.

106. Kose. A, Prasad. E, Rogoff. K, et Wei. S-J (2003), « Effects of Financial Globalization on Developing Countries : Some Empirical Evidence », IMF Working Paper, n°7.
107. Kose. M. A, Prasad. E. S et Terrones. M. E (2007), « How Does Financial Globalization Affect Risk Sharing? Patterns and Channels », IMF Working Paper, n°238.
108. Kpodar. K (2003), « Le développement financier et la croissance l'Afrique Subsaharienne est-elle marginalisée ?», Septembre 2003, [www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/.../kpodar nice.pdf](http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/.../kpodar_nice.pdf)
109. Kpodar. K (2006), « Développement financier, instabilité financière et croissance économique : implications pour la réduction de la pauvreté », Thèse de doctorat d'Etat en Sciences Economiques, Université d'Auvergne - Clermont-Ferrand I.
110. Kuipou Toukam. C, Nembot Ndeffo. L et Tafah Edokat. O. E (2015), « Développement financier et croissance économique dans les pays africains de la zone franc : le rôle de la gouvernance », European Scientific Journal, vol. 11, n° 4, February.
111. La Porta. R, Lopez de Silanes. F, Shleifer. A and Vishny. R. W (1998), « Law and Finance», Journal of Political Economy, vol. 106, n°6.
112. Lalali. R (2009), « Globalisation financière, transformations de l'activité des banques et instabilité financière. Quel lien de causalité ? », Proposition au colloque international sur : Crise financière internationale, Ralentissement économique mondial et Effets sur les économies euro-Maghrébines, Béjaia, 12-13 octobre.
113. Lee. J. K (2002), « Financial Liberalization and Foreign Bank Entry in MENA », Financial Sector Strategy and Policy, World Bank, May .
114. Levine. R (1996), « Les marchés boursiers stimulent la croissance », Finance et Développement, Mars, pp. 1113- 1155.
115. Levine. R (1997), « Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda», Journal of Economic Literature, vol. 35, n°2, pp.688-726.
116. Levine. R, Loayza. N and Beck. T (1999), « Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes », World Bank Policy Research Working Paper 2059.

117. Maalel. N et Kadhi. Z (2004), « Libéralisation des mouvements de capitaux, mésalignement du taux de change et croissance économique », Groupe de recherche internationale CNRS, Colloque EMMA, Madrid.
118. Mankiw. G, Romer. D et Weil. N (1992) , « A contribution to the empirics of economic growth » , The Quarterly Journal of economics, vol. 107, n° 2, pp.407-437
119. McKinnon. R. I (1973), « Money and Capital in Economic Development », The Brookings Institution, Washington DC.
120. Mensi. S, Bassole. L, Mouanda-Mouanda. G (2010), « L'intégration financière, l'instabilité financière et la croissance économique : Spécifications et estimations en données de panel », CAPC.
121. Minea. A et Villieu. P (2010), « Développement financier, qualité institutionnelle et croissance: un modèle simple avec effets de seuil », Région et Développement, n° 32. pp. 31-58.
122. Mishkin. F. S (2007), « Is Financial Globalization Beneficial? », Journal of Money, Credit and Banking, vol. 39, n° 2-3, March–April, pp. 259-294.
123. Mongrué. P, Robert. M (2005), « L'Asie émergente et la libéralisation du compte de capital », Diagnostics Prévisions et Analyses Économiques, n° 93, Décembre.
124. Mouley. S (2012), « Les enjeux de la libéralisation des comptes de capital dans les pays du sud de la Méditerranée », MEDPRO Technical Report, n° 11, March.
125. N'Guessan. T (2005), « Capital social et croissance économique en période post conflit : cas de la Côte d'Ivoire », Politique économique et développement, n°126.
126. Naas . A (2003), « Le système bancaire algérien : de la décolonisation à l'économie de marché », Maisonneuve et Larose, Paris.
127. Nabi. M, Ben Aissa. M et Drine. I (2009), « Ouverture financière et rattrapage technologique : Evidence empirique à partir du bassin méditerranéen », MPRA Paper, n°20237.

128. Nguyen. D. K (2011), « Libéralisation financière et marchés émergents », Harmattan, Paris.
129. Ould Aoudia. J (2006), « Croissance et réformes dans les pays arabes méditerranéens », Agence Française de Développement.
130. Ozkok. Z (2014), « Financial Openness and Financial Development: An Analysis Using Indices », MPRA Paper, n° 58865, September.
131. Philippot. L-M (2010), « Origine Légale, Institutions et Développement : L'Approche de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny et ses Limites », Avril.
132. Plihon. D (2000), « Et maintenant ? Pistes de réflexion et propositions de réformes », Conclusions du livre collectif « Les pièges de la finance mondiale », Syros.
133. Plihon. D (2004), « Les désordres de la finance, crises boursières, corruption, mondialisation », Ouvrage collectif sous la direction de D.Plihon, OPU, Alger.
134. Plihon. D et Miotti. L (2001), « Libéralisation financière, spéculation et crises Bancaires », Economie Internationale, n°85.
135. Prasad. E et Rajan. R (2008), « A pragmatic approach to capital account liberalization », Journal of Economie Perspectives, vol. 22, n° 3, pp.149-172.
136. Prasad. E, Rogoff. K, Wei. S-J et Kose. A (2003), « Effets de la mondialisation financière sur les pays en développement : Quelques constatations empiriques », Etude réalisée par FMI.
137. Rachdi. H, Saidi. H (2009), « L'interaction entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique: une analyse en panel dynamique », 5 ème Conférence Internationale de Finance, 12-13-14 mars, Hammamet.
138. Ramos-Tallada. J (2011), « Liens entre les flux de capitaux et le développement financier : une revue de la littérature », Bulletin de la Banque de France, n° 184.
139. Rey. H (2004), « Qu'est ce que la globalisation », Université de tous les savoirs, sous la direction de Michaud. Y, Editions Odile Jacob, Paris.

140. Ruimy. M (2006) : « Panorama du système financier : La régulation financière », Cahiers français, n°331, pp. 34-39.
141. Saadaoui. Z (2007), « L'intégration financière internationale : Une comparaison descriptive des effets sur les pays industrialisés et les pays émergents », MPRA Paper 25330, University Library of Munich, Germany.
142. Saïdane . D (1995), « Libéralisation financière, séquentialisation et marché des capitaux », Annales d'économie et de gestion, vol. 3, n°5, Octobre, pp. 73-111.
143. Saidi. H (2014), « Capital Account Liberalization, Institutions and Economic Growth», Journal of Business Studies Quarterly, vol. 5, n° 3.
144. Sinapi. C (2005), « Crises financières et gouvernance mondiale : fragilisation financière et institutionnelle endogène dans l'approche minskyenne. », Cahiers du CEREN 10, pp. 32 - 48.
145. Siroen. J. M (2008), « Une mondialisation financière en crise », Journée d'études : Les syndicats et les fonds de pension dans la mondialisation : solidarité ou risque, Ecoles des Hautes Etudes en Sciences Sociales, Paris, 7 octobre.
146. Solhi. S (2006), « Libéralisation financière et croissance économique au Maroc : essai de modélisation », Economic reserach forum (ERF) 13th annual conference, December.
147. Mouley. S et Baccouche. R , (2010), « Libéralisation du compte de capital et cadres de gestion macroéconomique comparés: Indicateurs de mesure et implications sectorielles et de politique monétaire en Tunisie », Research Project, N°FEM 33-03, Mars.
148. Stiglitz. E. S et Weiss. A (1981), « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information», American Economic Review, vol. 71, n°3, Juin, pp. 393-410.
149. Stiglitz. J. E (2002), « La grande désillusion », Editions Fayard, Paris.
150. Temple. J (2001), « Effets de l'éducation et du capital social sur la croissance dans les pays de l'OCDE », Revue économique de l'OCDE, n° 33, pp. 59-110.
151. Tremblay. D-G (2007), « Le rôle des institutions dans le processus de l'innovation : l'apport de Thorstein Veblen », Revue interventions économiques, n°36.

152. Turingç. G (1999), « Développement du secteur financier et croissance : le cas des pays émergents méditerranéens », Revue Région et Développement, n° 10.
153. Venet. B (1994), « Libéralisation financière et développement économique : une revue critique de la littérature », Revue d'Economie Financière, vol. 29, pp. 87-111.
154. Venet. B (1996), « Théories de la Libéralisation Financière et Dualisme Financier », Thèse de doctorat, Université Paris IX Dauphine.
155. Vilanova. L (2007), « Droit et gouvernance des entreprises. Mythe ou réalité ? », Revue économique, vol. 58, n°6, pp. 1181-1206.
156. Yahyaoui. A et Rahmani. A (2009), « Développement financier et croissance économique : Rôle de la qualité des institutions », Panoeconomicus, n°3, pp. 327-357.
157. Zaiter Lahimer. M (2011), « Impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique dans les pays en développement », Thèse de doctorat en Sciences Economiques, Université Paris Dauphine.
158. Zarrouk. H (2006), « Sensibilité de la croissance économique à l'ouverture du compte capital à travers le développement financier », 23èmes journées d'Economie Monétaire et Bancaire du GDR, Lille, 22 et 23 Juin.
159. Zatla. N (2005), « L'investissement direct étranger dans la rive Sud Méditerranéenne : ses déterminants et ses effets sur la croissance », Thèse de doctorat d'Etat en Sciences Economiques, Université d'Oran.
160. Zenasni. S (2014), « 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 Economiques, Université Abou Bekr Belkaid Tlemcen.
161. Zhu. Q (2002), « Using panel data to evaluate finance channels to economic growth: a neoclassical approach », Master in Economics and Finance, Southern Illinois University Edwardsville.
162. Zouhair. A (2007), « Le financement des économies des pays riverains de la Méditerranée », 11èmes Rencontres Euro-Méditerranéennes, Nice, 15-16 novembre.