



Thèse pour le doctorat en sciences économiques

Préparée dans le cadre d'une cotutelle entre

**L'UNIVERSITE DE TUNIS EL
MANAR**

Faculté des Sciences Economiques et de
Gestion de Tunis
Ecole doctorale Recherche et
analyses scientifiques en économie et
gestion

**L'UNIVERSITE DE PAU ET DES
PAYS DE L'ADOUR**

Faculté Droit Economie Gestion
Ecole doctorale 481 Sciences Sociales et
Humanités

« Libéralisation du compte capital, développement financier et croissance économique »

Présentée et soutenue publiquement le 29 septembre 2017 par

Mohamed Ilyes GRITLI

Directeurs de thèse :

Madame **Fatma MARRAKCHI
CHARFI**, Professeur à la Faculté
des Sciences Economiques et de
Gestion de Tunis

Monsieur **Serge REY**, Professeur à
l'Université de Pau et des Pays de
l'Adour

Rapporteurs :

Monsieur **Jean-Louis COMBES**,
Professeur à l'Université
d'Auvergne

Monsieur **André CARTAPANIS**,
Professeur à l'Institut d'Études
politiques d'Aix-en-Provence

Suffragants :

Madame **Hella GUERCHI MEHRI**,
Professeur à la Faculté des
Sciences Economiques et de
Gestion de Tunis

Monsieur **Fabien CANDAU**,
Professeur à l'Université de Pau et
des Pays de l'Adour

L'Université de Tunis El Manar et l'Université de Pau et des Pays de l'Adour n'entendent donner aucune approbation, ni improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

A mes parents,
A mes frères,
A ma famille,
Et à tous mes amis.

Remerciements

Je tiens à remercier infiniment mes directeurs de thèse, le Professeur Fatma Marrakchi CHARFI et le Professeur Serge REY, pour leur confiance, leur grande disponibilité et leur aide précieuse durant toute la durée de cette recherche doctorale. En effet, Madame Fatma MARRAKCHI CHARFI m'a apporté un soutien sans faille, aussi bien sur le plan moral qu'académique. Pour sa part, Monsieur Serge REY m'a permis de mûrir ma réflexion par son accompagnement enrichissant et ses conseils toujours pertinents. Je leur adresse toute ma gratitude pour avoir accepté de diriger mon travail de recherche.

Je remercie également les personnels des Universités, et en particulier des Écoles doctorales, de Tunis El Manar et de Pau et des pays de l'Adour, pour avoir rendu cette cotutelle possible dans les meilleures conditions.

Mes sincères remerciements s'adressent ensuite au Professeur Jean-Louis COMBES et au Professeur André CARTAPANIS, rapporteurs de ce travail, à la fois pour leurs temps et leur attention, mais aussi pour leurs remarques constructives et leurs suggestions visant à m'ouvrir de nouvelles perspectives de recherche.

Mes remerciements s'adressent aussi au Professeur Hella GUERCHI MEHRI et au Professeur Fabien CANDAU d'avoir accepté de participer à mon jury de soutenance.

Je remercie chaleureusement mes deux frères, ma famille, mes amis et mes collègues qui ont su m'entourer et me soutenir durant ce travail de recherche, lors des bons et des moins bons moments.

Enfin, aucun mot n'est assez fort pour exprimer toute ma reconnaissance à mes parents, sans qui rien n'aurait été possible.

Sommaire

Introduction générale	6
Chapitre 1: La libéralisation du compte capital : concepts et expériences.....	12
Introduction	13
I. L'approche théorique de McKinnon et Shaw (1973), ses prolongements et ses limites	14
I.1. L'approche théorique de McKinnon et Shaw (1973).....	15
I.2. Les prolongements de l'approche McKinnon et Shaw	17
I.3. Les critiques de la théorie de la libéralisation financière	19
II. Les conditions préalables à la réussite de la libéralisation financière.....	22
II.1. Les conditions primitives	22
II.2. L'ordre d'adoption des réformes financières.....	23
III. La libéralisation du compte capital	26
III.1. Les investissements directs étrangers (IDE) : L'état des lieux.....	28
III.2. Les investissements de portefeuille (IP)	38
III.3. Les crédits bancaires internationaux.....	42
IV. Les leçons tirées de la libéralisation du compte capital.....	43
IV.1. L'expérience du Chili	43
IV.2. L'expérience de la Corée du Sud	46
IV.3. L'expérience de la Chine	48
Conclusion.....	56
 Chapitre 2: Compte capital, qualité institutionnelle et croissance économique dans les pays de la région MENA: analyse par la méthode des moments généralisés	 59
Introduction	60
I. Faits stylisés	61
I.1. Croissance économique : des perspectives encore mitigées	61
I.2. La qualité institutionnelle : des progrès à faire.....	70
I.3. La libéralisation du compte capital : Positionnement de la région MENA.....	78
II. Revue de la littérature.....	84
II.1. La libéralisation du compte capital et croissance économique : une revue de la littérature théorique.....	84
II.2. La libéralisation du compte capital et croissance économique : une revue de la littérature empirique.....	91
II.3. La libéralisation du compte capital, qualité institutionnelle et croissance économique.....	100
III. Libéralisation du compte capital et croissance économique dans la région MENA : investigation empirique.....	100
III.1. Méthodologie	101
III.2. Les résultats empiriques.....	109
III.3. Étude de robustesse	116
Conclusion.....	123

Chapitre 3: Compte capital et développement financier en Tunisie: analyse par l'approche autorégressive à retards échelonnés (ARDL).....	125
Introduction	126
I. Le développement du secteur financier et l'Intégration financière en Tunisie	127
I.1. Evolution du système financier tunisien.....	128
I.2. Le développement bancaire	131
I.3. Le développement du marché boursier.....	139
I.4. L'ouverture du compte capital en Tunisie	143
II. La relation entre la libéralisation du compte capital et le développement financier : revue de la littérature.....	145
III. Libéralisation du compte capital et développement financier en Tunisie : étude économétrique.....	149
III.1. Données et la méthodologie empirique.....	149
III.2. Résultats empiriques et interprétations	156
III.3. Etude de robustesse	163
Conclusion.....	166
Conclusion générale.....	168

Introduction générale

Les économistes ont longtemps débattu des bienfaits du développement financier sur la croissance économique. Dans ce cadre, [Robert Lucas \(1988\)](#) affirme que le rôle de la finance, dans le développement et la croissance, a été surestimé “over-stressed”. À contrario, [Adam Smith \(1776\)](#) constate que le développement financier favorise la spécialisation, l'innovation technologique et par conséquent la croissance. Alternativement, [Merton Miller \(1998\)](#) soutient l'idée selon laquelle le secteur financier est un déterminant primordial de l'activité économique. “That financial markets contribute to economic growth is a proposition almost too obvious for serious discussion” (Miller, 1998, p. 14). La grande majorité des recherches récentes, aussi bien théorique qu'empirique, démontre l'existence d'un lien positif entre le développement du système financier et la croissance économique à long terme. Ainsi, les intermédiaires financiers –les banques et les marchés boursiers– peuvent réduire les coûts d'acquisition et de traitement d'information. De plus, ils peuvent examiner les projets ayant les meilleures chances de réussir, ce qui améliore l'allocation des ressources ([Levine, 2005](#)). Par ailleurs, le système financier mobilise l'épargne pour financer les projets prometteurs, ce qui contribue au développement économique. D'après [Demirgüç-Kunt et Levine \(2008\)](#), le développement financier n'est pas simplement le résultat de la croissance économique, mais contribue également à cette croissance. Autrement dit, il existe une relation de causalité bidirectionnelle entre la finance et la croissance.

Pour faire face au sous-développement financier et à la faible croissance économique, des politiques de libéralisation financière ont été préconisées. Bien que les premiers développements théoriques sur ce sujet remontent à [Schumpeter \(1911\)](#), les travaux théoriques de [McKinnon \(1973\)](#) et [Shaw \(1973\)](#) restent marquants dans la littérature. Selon ces chercheurs, la notion de « répression financière » désigne l'ensemble des pratiques mises en œuvre par les pouvoirs publics afin de contrôler le système financier. Il s'agit donc de subventionner les secteurs prioritaires, de financer les déficits publics, d'imposer des réserves obligatoires et d'administrer les taux d'intérêt. A cet égard, les institutions financières ont pratiqué des taux d'intérêt bas et parfois négatifs, ce qui a découragé l'épargne et l'accumulation du capital productif. De ce fait, [McKinnon \(1973\)](#) et [Shaw \(1973\)](#) ont recommandé la libéralisation des taux d'intérêt afin d'accroître la rémunération réelle servie sur les dépôts bancaires. Cela va entraîner l'accroissement des investissements et l'expansion de l'activité économique, suite notamment à l'augmentation de l'épargne.

Toutefois, les limites des politiques libérales n'ont pas tardé à se faire sentir. En effet, la libéralisation financière a engendré des épisodes d'instabilité financière dans plusieurs pays –notamment les crises financières qui ont frappé l'Argentine, l'Uruguay, la Colombie, la Thaïlande et la Corée du Sud– au cours des années 90. Les échecs de ces politiques ont non seulement été attribués à l'instabilité macroéconomique et à l'absence de la supervision bancaire, mais également à la notion d'aléa moral. Les banques, en particulier dans les pays en voie de développement, sont donc incitées à faire des prêts très risqués à des taux d'intérêt excessivement élevés (McKinnon, 1988). Par ailleurs, Diaz-Alejandro (1985) a montré que la libéralisation des mouvements de capitaux, dans un environnement caractérisé par la fixation du taux de change et les imperfections des marchés financiers, a provoqué l'explosion de la dette publique en Amérique du Sud.

Ainsi, la réussite des politiques de libéralisation financière nécessite des conditions préalables, à savoir des déficits budgétaires modérés et un faible taux d'inflation, mais également un ordre optimal « sequencing », c'est-à-dire le respect d'une chronologie des réformes. Dans ce cadre, McKinnon (1993) souligne que la libéralisation du compte capital doit être effectuée en dernière étape. Alternativement, Fischer et Reisen (1992) préconisent la réduction du différentiel entre taux d'intérêt local et international ; à travers l'assainissement des finances publiques, la diminution des créances douteuses et la suppression de l'encadrement du crédit intérieur ; avant de lever les restrictions relatives aux sorties de capitaux.

L'intégration financière internationale dépend du degré d'ouverture du compte capital, à savoir les investissements directs, les investissements de portefeuille et les crédits bancaires (à court et à long terme). Des restrictions peuvent être appliquées aussi bien sur les entrées que sur les sorties de capitaux. Les investissements directs étrangers sont considérés comme des flux stables, qui stimulent le transfert de technologie, le développement des ressources humaines et l'extension de la concurrence (Feldstein, 2000). Par contre, les autres flux (surtout les investissements de portefeuille) sont volatils et peuvent comporter un risque d'effondrement de l'activité économique. Quelles sont alors les retombées de la libéralisation financière externe sur la croissance économique et sur le développement financier ?

La relation entre libéralisation du compte capital et croissance économique

Au cours de la décennie 1980, l'accumulation des excédents considérables du compte courant a provoqué un gonflement spectaculaire des avoirs extérieurs nets du Japon. En effet, les entreprises japonaises ont massivement investi dans la zone asiatique, afin de réduire les coûts

de production¹. Les usines délocalisées ont favorisé le transfert de technologies, et par conséquent le transfert de capitaux (aussi bien les investissements directs que les investissements de portefeuille). Ainsi, les flux de capitaux ont conduit à l'amélioration de la compétitivité, à l'accroissement des exportations, et au développement économique². Le « miracle » de l'Asie de l'Est, en général, ne fait que renforcer les convictions de la théorie néoclassique et du paradigme libéral.

Néanmoins, l'expérience mexicaine a consolidé les critiques des Néo-structuralistes et des Post-keynésiens vis-à-vis de la théorie libérale. En effet, le Mexique a connu, au début des années 90, une entrée massive de capitaux. Ces afflux de capitaux ont été à l'origine de la crise financière connue sous le nom de « la crise Tequila ». Cette crise est liée aux raisons énoncées ci-après. Les autorités mexicaines ont émis des bons de trésor indexés sur le dollar (TRESOBONOS), ce qui a amplifié le risque de change. De plus l'instabilité politique, à savoir la révolte de la province du Chiapas et l'assassinat du candidat du Parti révolutionnaire institutionnel (PRI) à la présidence, a accentué davantage les risques du marché. Face à ces risques, les investisseurs étrangers ont perdu confiance dans la capacité de ce pays à maintenir un taux de change fixe. Autrement dit, les flux de capitaux sortants ont commencé à s'intensifier. Bien que la banque centrale soit intervenue sur le marché de change pour défendre la monnaie, elle décide de dévaluer de 15% le peso, le 20 décembre 1994, suite notamment à l'épuisement de ses réserves en devises. Considérant que cette dévaluation est insuffisante, les spéculateurs ont poursuivi leurs attaques. Cela a poussé les autorités monétaires à laisser flotter le peso³, qui a continué sa dépréciation. Dans ce cas de figure, l'ouverture du compte capital a freiné la croissance économique.

De ce fait, la libéralisation du compte capital favorise la croissance économique directement, par la réduction des déséquilibres entre épargne et investissement, la diversification du risque et le développement du secteur financier, et indirectement, par l'amélioration des politiques macroéconomique et l'adoption des réformes structurelles. Cependant, elle peut exercer une incidence défavorable sur l'activité économique, à travers l'accroissement du comportement spéculatif, la volatilité du taux de change et l'asymétrie d'information.

¹ Kawai, M. (1993). Le Japon, pays créateur causes et implications. *Revue d'économie financière*, (24), 239-275.

² En particulier pour les pays suivants : Corée du Sud, Taïwan, Singapour et Hong Kong. Ces pays ont également investi dans les pays les moins développés ou bien entre eux (Mucchielli, 1984).

³ Le 22 décembre 1994.

À travers ce débat économique, le premier objectif de notre thèse est d'étudier le lien entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique dans la région MENA (Middle East and North Africa). Afin de déterminer ce lien, notre recherche présente l'avantage de prendre en compte le degré du développement institutionnel, à savoir la représentation démocratique, le contrôle de la corruption et la qualité bureaucratique⁴.

La relation entre libéralisation du compte capital et développement financier

Les entreprises des pays en voie développement (PVD) peuvent emprunter auprès des institutions financières internationales. Cela va permettre (i) la mobilisation de l'épargne mondiale, (ii) la réduction des contraintes liées à la liquidité, et (iii) une meilleure allocation du crédit. Ainsi, la libéralisation du compte capital favorise l'augmentation de la production et le développement du secteur financier. En raison de ces avantages, de nombreux PVD ont ouvert leurs marchés de capitaux, au cours années 1980 et 1990. Par ailleurs, [Levine et Zervos \(1998\)](#) ont démontré que l'augmentation des entrées de capitaux peut accroître la liquidité boursière. Cette dernière réduira la prime de risque rattachée aux actions ([Ahimud et al, 1986](#)). De leur côté, [Sohinger et Horvatin \(2006\)](#) ont trouvé un lien positif entre les flux de capitaux internationaux et le développement du secteur bancaire croate.

Cependant, la libéralisation financière externe est susceptible de réduire l'accès des entreprises locales au crédit. Dans ce cadre, [Gormley \(2014\)](#) souligne que les investisseurs étrangers peuvent causer la segmentation du marché du crédit intérieur, en particulier dans les pays ayant des coûts relativement élevés d'acquisition d'information. En outre, la libéralisation croissante des flux de capitaux, et plus spécifiquement le développement rapide des flux de capitaux volatils de court terme, signifie que les événements mondiaux peuvent influencer la stabilité financière du marché domestique. Ce fut notamment le cas lors de la crise de 2007-2008. La détérioration des conditions de financement et l'augmentation de l'aversion au risque ont provoqué la chute des marchés boursiers et l'instabilité du système bancaire.

Par conséquent, le second objectif de notre thèse est de déterminer la relation entre la libéralisation financière externe et le développement financier en Tunisie. Dans ce cadre, très peu de travaux ont été réalisés sur ce sujet ([Chinn et Ito, 2002](#)). De plus, à notre connaissance, aucune recherche ne s'est focalisée sur la Tunisie.

⁴ Une version de ce chapitre a fait l'objet d'une publication : Gritli, M. I., & Charfi, F. M. (2016). Capital Account, Institutional Quality, And Economic Growth In Mena Countries: A Gmm Approach. *Annals of Financial Economics*, 11(04), 1650016.

En fonction des deux objectifs de notre recherche doctorale énoncés précédemment, nous organisons notre travail en trois chapitres. Dans le premier, nous présentons les principales raisons qui plaident en faveur du paradigme libéral. De même, les critiques faites à ce courant de pensée seront examinées. Etant donnée l'importance de l'intégration financière internationale, les différents flux de capitaux seront étudiés. In fine, nous évoquons les expériences des économies en matière de libéralisation financière externe.

Le deuxième chapitre consiste à dresser un état des lieux de la croissance économique, du développement institutionnel et de l'ouverture du compte capital dans les pays de la région MENA. Une revue de la littérature théorique et empirique est effectuée pour bien appréhender, d'une part le lien entre libéralisation externe et croissance économique et, d'autre part, le rôle important des institutions dans ce processus. Sur le plan empirique, nous utilisons la méthode des moments généralisés (GMM). Cette méthode permet d'apporter des solutions aux problèmes de biais de simultanéité, de causalité inverse et de variables omises. De plus, elle permet d'obtenir des estimations efficaces, suite à l'application d'un modèle dynamique. Les estimations vont être réalisées sur un panel de 11 pays de la région MENA, pour la période 1986–2012. Par ailleurs, nous mobiliserons, dans l'équation dynamique de la croissance, des variables mesurant le degré d'ouverture du compte capital (*de jure* et *de facto*), des variables mesurant la qualité institutionnelle, et des termes d'interaction entre ces dernières. L'impact de l'ouverture financière *de facto* sur la croissance économique est vérifié à travers le lien entre libéralisation et instabilité économique. Parallèlement, l'impact de l'ouverture financière *de jure* sur la croissance économique est testé via l'introduction de nouvelles variables et la suppression des pays pétroliers de notre échantillon. En effet, l'une des critiques adressées aux travaux empiriques consiste à dire que l'échantillon retenu ne tient pas compte des différentes caractéristiques relatives à chaque pays, notamment celles liées aux ressources naturelles. De plus, le modèle à équations simultanées est employé pour confirmer les résultats de la méthode des moments généralisés.

Le troisième chapitre est consacré à l'étude de l'influence de la libéralisation des flux de capitaux sur le développement financier en Tunisie. Pour ce faire, nous commençons par la présentation des faits stylisés relatifs au marché financier et à l'intégration financière en Tunisie. Un survol de la littérature empirique sur ce sujet est effectué dans la deuxième section. L'étude empirique, sur le lien entre ouverture et développement financier, est menée dans le cadre de la troisième section. Ainsi, nous construisons, à partir d'une analyse en composantes principales (ACP), une mesure du développement financier. Cette mesure va

refléter l'intermédiation financière, le développement du secteur bancaire et la situation du marché boursier. Par la suite, afin d'estimer nos deux modèles, nous utilisons l'approche autorégressive à retards échelonnés (ARDL) de [Pesaran et Yongcheol \(1998\)](#). Cette méthode est appropriée pour l'étude des échantillons de petite taille ([Narayan, 2005](#)). En outre, la robustesse de nos résultats est vérifiée à travers : (i) une comparaison entre l'indicateur de développement financier développé par le FMI et notre mesure bâtie à partir de l'ACP, (ii) l'utilisation d'une mesure alternative de la libéralisation financière, et (iii) l'emploi de la technique des moindres carrés ordinaires dynamiques (DOLS) et la technique les moindres carrés ordinaires modifiés (FMOLS).

Chapitre 1:

La libéralisation du compte capital : concepts et expériences

Introduction

Le marché fait davantage partie du problème que de la solution. C'était le courant de pensée dominant au cours des années 1930. Cette période s'est caractérisée par l'effet de freinage massif du commerce mondial et des transferts de capitaux à la suite, notamment, de plusieurs conflits internationaux et de l'éclatement de la crise boursière aux États-Unis en Octobre 1929. De ce fait, l'insertion dans le marché mondial était perçue comme source de dépendance et d'instabilité. L'État est donc mis au cœur de stratégies de développement en contrôlant les flux financiers et en orientant les crédits vers les secteurs jugés prioritaires.

En 1944, un nouveau système monétaire international a vu le jour après la signature des accords de Bretton Woods. Ces derniers débouchent sur la mise en place d'un dispositif de taux de change fixes autour du dollar. Seule la devise américaine est librement convertible en or, les autres devises sont simplement convertibles en dollars⁵. Bien que le système d'étalon-dollar ait favorisé le commerce international avec la naissance de l'accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT), la circulation internationale des capitaux est restée limitée. Ainsi, le choix d'adopter des politiques économiques autonomes dans chaque pays a été encouragé et des barrières de nature essentiellement réglementaire ont été instaurées afin d'empêcher les banques d'opérer à l'extérieur.

A l'instar des accords de Bretton Woods, le monde occidental a connu une forte croissance économique durant la période des trente glorieuses (entre 1946 et 1975). Cependant, l'excédent courant américain, qui permettait d'accumuler des réserves de devises et d'or, a enregistré des baisses importantes sous l'effet de l'accroissement des dépenses consacrées à la guerre du Vietnam au cours des années 1960. Alternativement, l'augmentation des dépôts en USD, détenus auprès de banques européennes (les eurodollars), indiquait l'ampleur des dettes américaines. Devant cette situation, les États-Unis sont alors contraints de mettre fin à la convertibilité du dollar en or le 15 août 1971.

La fin du système de Bretton Woods a coïncidé avec d'autres changements dans l'économie mondiale. A partir des années soixante-dix, la majorité des pays ont connu un ralentissement de la croissance suite à l'accélération du taux d'inflation provoquée par les chocs pétroliers ; et un déséquilibre entre l'épargne et l'investissement reflétant le décalage entre la demande et

⁵ [Strassel, C. \(2012\)](#). La mondialisation économique remet-elle en cause la souveraineté des États? Hérodote, (3), 119-138.

l'offre des capitaux. Dans ce contexte, l'intervention de l'Etat était perçue comme une mesure de «répression». Autrement dit, les autorités publiques ont considérablement réduit l'initiative des agents économiques et des firmes multinationales, ce qui correspondait à une mauvaise allocation des ressources financières.

Ainsi, la politique de libéralisation financière, impulsée par une pensée néolibérale en plein essor, a été proposée comme une alternative au blocage des capitaux. Cette politique est définie comme étant un processus de suppression de toute forme de contrôle réglementaire quantitatif ou qualitatif à caractère restrictif imposé par l'Etat sur les structures institutionnelles, sur les instruments et sur les activités des agents sur différents segments du secteur financier, non seulement au niveau interne mais aussi à l'échelle internationale⁶. Par ailleurs, la théorie de libéralisation financière a trouvé rapidement un écho favorable, aussi bien auprès des organismes internationaux tels que le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale (BM), qu'auprès de certains pays en développement.

Quels sont les fondamentaux théoriques de la libéralisation financière ? A contrario, sur quoi les critiques d'inspiration Keynésienne et Néo-structuralistes s'appuient-elles pour affirmer qu'une telle politique a une influence négative sur la croissance économique ? Quelles sont les conditions préalables à la réussite de la libéralisation financière ?

Dans ce cadre, la première section de ce chapitre est consacrée à l'approche théorique de [McKinnon \(1973\)](#) et [Shaw \(1973\)](#), ses prolongements et ses limites. La deuxième section présente le processus de la libéralisation financière. La libéralisation du compte capital constitue le cœur de notre thèse. Ainsi, nous étudions, dans le cadre de la troisième section, les différents flux de capitaux à savoir les investissements directs étrangers, les investissements de portefeuille et les crédits internationaux. La dernière section, quant à elle, analyse les expériences de la libéralisation financière externe du Chili, de la Corée du Sud et de la Chine.

I. L'approche théorique de McKinnon et Shaw (1973), ses prolongements et ses limites

Malgré les nombreux travaux qui soulignaient l'importance du développement financier dans un processus de croissance économique, ce n'est qu'à partir de 1973 qu'une étude complète et convaincante s'est dévoilée, avec les travaux de l'école de « libéralisation financière » fondés

⁶ [Gamra, S. B., & Plihon, D. \(2008\)](#). Politiques de libéralisation financière et crises bancaires. *Economie internationale*, (12), 5-28.

par les recherches de McKinnon et Shaw. Ainsi, ces auteurs ont démontré dans leurs travaux l'importance du taux d'intérêt dans l'assemblage du capital et ont préconisé la non intervention de l'Etat sur le marché financier afin que le taux d'intérêt soit à un niveau d'équilibre déterminé par le jeu de l'offre et la demande et non pas par sa fixation de la part de l'autorité monétaire. Ils concluent, en fait, que l'intervention de l'Etat est un élément défavorable à la croissance économique pour les pays en voie de développement, car elle pousse les agents à se tourner vers les marchés financiers informels⁷ qui présentent des substituts imparfaits au marché financier organisé. En d'autres termes, l'épargne potentiellement faible ne contribue pas à l'allocation optimale des ressources et provoque le manque des investissements productifs. Toutefois, de nouvelles études ont montré les limites du modèle de McKinnon et Shaw.

I.1. L'approche théorique de McKinnon et Shaw (1973)

La répression financière est basée sur (i) la fixation des taux d'intérêt sur les prêts garantissant ainsi un contrôle quantitatif et une allocation sélective du crédit vers les secteurs de production, les régions où les activités considérées par le gouvernement comme prioritaires (souvent à des taux d'intérêt préférentiels), (ii) l'élargissement des réserves obligatoires, c'est-à-dire que les banques sont obligées de déposer une partie de leurs dépôts (ou de la variation de leurs dépôts) en compte courant à la Banque Centrale afin de pouvoir se refinancer, (iii) le contrôle sur les mouvements des capitaux internationaux et (iv) la limitation de la concurrence étrangère. Pour faire face à la politique de la répression financière, McKinnon et Shaw ont introduit un instrument clé dans leurs analyses qui est le taux d'intérêt. Ce dernier va stimuler l'épargne qui est le moteur de l'investissement et par conséquent, cela va engendrer la relance de l'activité économique.

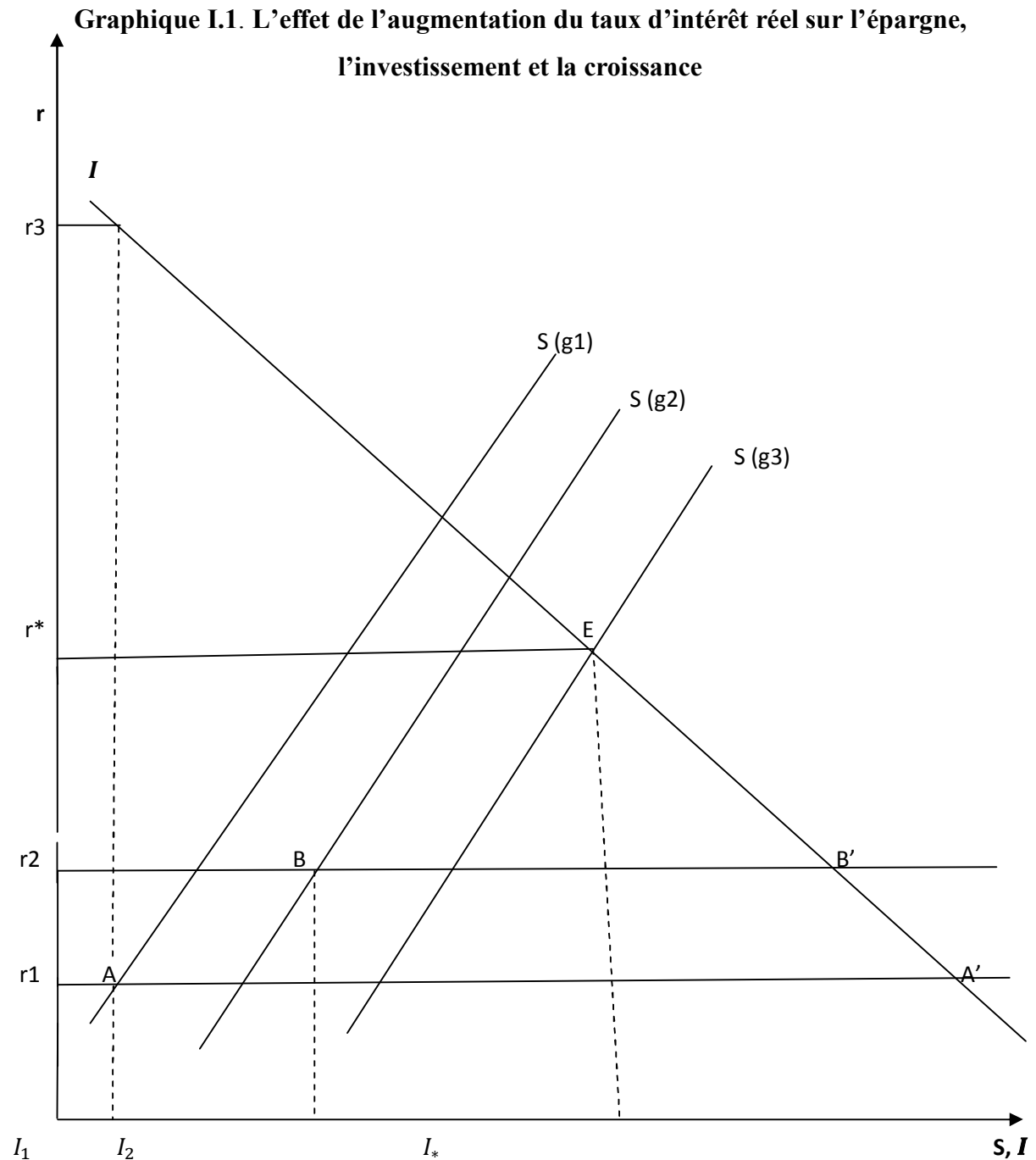
La synthèse du modèle de McKinnon et Shaw est présentée par le graphique ci-dessous.

Les hypothèses de ce modèle sont les suivantes :

- ✓ L'investissement (I) est une fonction décroissante du taux d'intérêt réel (r).
- ✓ L'épargne (S) est une fonction croissante du taux d'intérêt réel (r) et du taux de croissance du produit intérieur brut.

⁷ Le secteur financier informel englobe donc l'ensemble des transactions financières qui s'effectuent en dehors des réglementations imposées à l'activité du secteur financier formel en matière de taux d'intérêt et d'allocation, du crédit, de réserves obligatoires et d'autres mesures analogues.

Les taux d'intérêt r_1 et r_2 sont des taux plafonnés et r^* est le taux d'intérêt réel à l'équilibre. Avec $r_1 < r_2 < r_3$. La croissance du PIB est présentée comme suit $g_1 < g_2 < g_3$.



Source: travail réalisé à partir de document de [Maxwell J.Fry \(1980\)](#)

Premièrement, avec une croissance économique initiale g_1 , l'investissement s'établit au point I_1 suite à la fixation du taux d'intérêt sur les dépôts bancaires à un niveau de r_1 . Economiquement, on peut dire que la croissance économique est faible puisque l'Etat plafonne les taux d'intérêt et par conséquent les banques n'offrent pas des taux créditeurs intéressants pour convaincre les intermédiaires financiers à déposer. Lorsque les dépôts sont

faibles, les banques ne peuvent pas prendre des risques suite à l'octroi des crédits. En effet, la fixation des taux d'intérêt peut conduire les établissements bancaires à adopter un comportement de précaution (privilégier les projets peu risqués et donc peu rentables). Cela est à l'origine de la défaillance de l'activité économique qui fait que la demande d'investissement n'est pas satisfaite (sur le graphique 1 on détecte le segment $[A A']$ qui nous informe sur l'insatisfaction et le manque d'investissement). Si la banque était libre de choisir le taux créditeur qu'elle va appliquer pour le niveau de croissance g_1 , elle aurait choisie r_3 .

Deuxièmement, lorsque le taux d'intérêt passe de r_1 à r_2 , l'investissement se fixe au niveau I_2 supérieur à I_1 mais inférieur au niveau d'équilibre I_* . Economiquement, lorsque l'état applique un desserrement partiel sur le taux d'intérêt réel cela va favoriser l'emploi d'un taux créditeur plus important de la part de la banque, ce qui encouragera l'épargne et par conséquent l'investissement. De ce fait, l'activité économique va enregistrer une croissance avec le passage de g_1 à g_2 . Dans ce cas, l'insuffisance de l'investissement est réduite mais elle existe toujours (sur le graphique 1 on voit cette amélioration suite au passage du segment $[A A']$ au segment $[B B']$).

Dernièrement, lorsque le taux d'intérêt s'établit à sa valeur d'équilibre r^* , l'investissement se place au niveau I_* et la croissance de PIB réalise le taux le plus élevé avec g_3 . Economiquement, suite à l'établissement du taux d'intérêt à son niveau d'équilibre avec r^* cela va entraîner l'égaleisation de l'investissement et de l'épargne telle que ($I_* = S_*$).

La croissance économique $g_3 > g_2 > g_1$ puisque la demande d'investissement est satisfaite et l'administration à la baisse des taux d'intérêt disparaît.

I.2. Les prolongements de l'approche McKinnon et Shaw

L'analyse du paradigme McKinnon/Shaw a été enrichie par les contributions ultérieures de Kapur (1976), de Vogel et Buser (1976), de Galbis (1977) et de Mathieson (1979), qui ont essayé d'approfondir l'approche de la libéralisation financière en développant des modèles macroéconomiques dans lesquels les autorités monétaires fixaient le taux d'intérêt sur les dépôts en dessous de sa valeur d'équilibre sur le marché. Globalement, la première génération des travaux des héritiers s'attache plus à modéliser les contributions de McKinnon et Shaw qu'à apporter de nouveaux fondements au concept de la libéralisation financière.

Ainsi, Kapur (1976) a développé un modèle dynamique de stabilisation des prix dans les pays en voie de développement. Son modèle englobe un système financier formé par des banques

commerciales où le taux d'inflation actuel dépend de l'inflation espérée. Il trouve que la politique optimale de stabilisation doit viser une hausse des taux d'intérêt sur les dépôts et maintenir fixe le taux de croissance de la masse monétaire. L'accroissement des taux d'intérêt servis sur les épargnes bancaires va permettre d'atteindre simultanément deux objectifs qui sont la diminution de l'inflation suite à une baisse de la demande de monnaie et l'augmentation de l'investissement. Néanmoins, l'étude de [Kapur](#) a été critiquée puisque son modèle s'adapte à des économies fermées, or les pays en voie de développement sont des petites économies ouvertes. De plus, le chercheur n'a pas pris en considération les spécificités de ces nations qui se caractérisent par des marchés informels importants.

Par ailleurs, [Vogel et Buser \(1976\)](#) ont introduit le concept de risque/rendement dans leur modèle. Selon ces auteurs, la répression financière se traduit par une instabilité macro économique (une fluctuation de l'inflation et des taux d'intérêt sur les dépôts). Pour contourner ce problème, les autorités monétaires doivent adopter une politique de libéralisation financière qui peut soit accroître le rendement réel de la monnaie, soit stabiliser son niveau en faisant réduire le risque attaché à la détention de monnaie.

De son côté, [Galbis \(1977\)](#) a voulu montrer l'impact négatif de la politique de répression financière sur l'efficacité de l'investissement. De ce fait, il affirme que la libéralisation du taux d'intérêt permet une meilleure répartition de l'épargne. Dans ce cadre, il a conçu un modèle comportant deux secteurs (un secteur dit traditionnel et l'autre dit moderne). Le premier se caractérise par l'autofinancement et un rendement de capital faible, quant au deuxième, il se spécifie par le financement via les prêts bancaires et un rendement de capital plus important que celui du secteur traditionnel. Dans une période de répression financière, l'investissement du secteur traditionnel va augmenter sans un recours au financement intermédié, par contre l'investissement du secteur moderne va diminuer en raison de l'augmentation des taux pratiqués par les banques sur les prêts suite à la diminution des dépôts. La répression financière conduit à une diminution de la qualité de l'investissement. Ainsi, [Galbis](#) a noté que la libéralisation financière conduit à un déplacement de l'épargne du secteur traditionnel vers le secteur moderne ; ceci aura pour conséquence un accroissement de la productivité moyenne des investissements dans l'économie puisque le rendement du capital est plus élevé dans le secteur moderne que dans le secteur traditionnel.

[Mathieson \(1979\)](#) a établi un modèle caractérisé par une libéralisation financière en économie ouverte. Il remarque que l'augmentation du taux d'intérêt favorise les entrées massives des

capitaux étrangers. Alternativement, les entreprises nationales ont la possibilité d'emprunter de l'extérieur. Cela va engendrer des tensions inflationnistes non contrôlées et non désirées du prix. Pour faire face à ce problème, Mathieson recommande, notamment dans un régime de change fixe, une dévaluation importante de la monnaie pour accompagner la politique de la libéralisation financière. En effet, la dévaluation de la devise est indispensable puisqu'elle permet d'éviter la hausse des taux d'intérêt au niveau plus élevé que celui d'équilibre et de limiter l'entrée des capitaux et l'inflation.

Ces modèles théoriques ont été soutenus par des études empiriques. Dans ce cadre, Fry (1980) montre qu'une baisse de 1% du taux d'intérêt réel servi sur les dépôts en dessous du niveau d'équilibre du marché va entraîner une diminution d'environ 0,5 point de la croissance économique. En outre, le Rapport annuel de la Banque Mondiale de 1989, qui s'appuie sur des données transversales, explique la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique. Dans ce cadre, le taux de croissance était plus élevé dans les pays où les taux d'intérêt réels sont positifs. Toutefois, le Rapport souligne que la libéralisation financière n'est réussie que si elle se fait de manière séquentielle. Aussi, Roubini et Sala-i-Martin (1992) trouvent une relation négative entre le taux de réserves bancaires reflétant la répression financière et la croissance.

I.3. Les critiques de la théorie de la libéralisation financière

La politique de la libéralisation financière ne fait pas l'unanimité auprès de tous les chercheurs. Ceci est expliqué par des crises financières sérieuses qui se sont profilées dans la majorité des pays en voie de développement comme par exemple en Argentine, Chili et Uruguay au début des années quatre-vingt. Dans ce cadre, des études empiriques ont souligné que les crises bancaires ont fréquemment été précédées par des politiques de libéralisation financière⁸. En accomplissant une étude sur vingt pays au cours des années soixante-dix jusqu'au milieu des années quatre-vingt-dix, Kaminski et Reinhart (1999) ont montré que les crises bancaires étaient rares lorsque les marchés financiers étaient contrôlés par l'Etat. Nous posons alors la question suivante : « quelles sont les principales critiques de la politique de la libéralisation financière ? ».

⁸ Miotti, L., & Plihon, D. (2001). Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires. *Économie internationale*, (1), 3-36.

I.3.1. La politique du taux d'intérêt

McKinnon et Shaw trouvent que l'accroissement du taux d'intérêt réel stimule l'épargne et par suite, l'octroi du crédit et l'investissement d'où une croissance économique. Ces auteurs tiennent compte de l'effet de substitution, c'est-à-dire que l'augmentation de l'épargne se traduit dans les pays en voie de développement par l'accroissement de son niveau étant donné sa faiblesse initiale. Cependant, ils négligent l'effet de revenu, qui au contraire du précédent, suppose qu'une augmentation du taux d'intérêt génère une baisse de l'épargne, puisque l'agent économique a moins besoin d'épargner pour atteindre un niveau de revenu plus élevé dans le futur. Dans ce cadre, Arrieta (1988) révèle que l'accroissement des taux d'intérêt réels semble simuler de manière inverse l'épargne. Par ailleurs, Velasco (1988) souligne que le taux moyen d'épargne chilien est resté stable malgré l'adoption de la politique de la libéralisation financière. En effet, la moyenne de l'épargne sur la période allant de 1974 à 1983 était de 10,7% contre 12,6% entre 1966 et 1973.

En outre, les banques cherchent à collecter sous forme de dépôts les capacités de financement pour accorder des crédits, à moyen et à long terme, aux agents qui ont des besoins de financement. Ainsi, l'augmentation du taux d'intérêt servi sur les dépôts va réduire la marge bancaire car les taux d'intérêt débiteurs demeurent fixes. Pour contourner leur baisse de profit, les banques vont augmenter les taux sur les prêts. Cette politique ne fait pas la différence entre les bons et les mauvais emprunteurs. En effet, les banques sont obligées de détenir des actifs plus risqués puisque, d'un côté, les grandes entreprises (les plus sûres et les plus saines) vont réduire le financement par les prêts bancaires, d'un autre côté, les crédits peuvent être octroyés à des clients insolvable ce qui augmente la part des dettes douteuses (Beckerman, 1988).

I.3.2. Le secteur financier informel

Les Néo-structuralistes estiment que les marchés financiers informels jouent un rôle essentiel dans les économies des pays en transition et par conséquent ils refusent l'hypothèse selon laquelle la structure financière des pays du sud serait la cause du sous développement. Ainsi, la majorité des emprunteurs s'adressent aux micromarchés financiers et aux prêteurs traditionnels puisque la plupart de ces pays se caractérisent par un large secteur agricole et un secteur industriel limité. De plus, le marché financier informel rend les transactions plus souples entre les prêteurs et les emprunteurs et optimise l'allocation des ressources. En effet, les marchés informels déploient peu les documents juridiques afin de suivre les contrats, couvrent les opérations financières non réglementées par les autorités monétaires et évitent les

insuffisances du marché formel telles que le rationnement de crédit et les réserves obligatoires qui se manifestent par la baisse de l'intermédiation financière (les banques ne peuvent plus satisfaire les besoins de financement des agents économiques qui vont se rendre sur le marché informel pour se financer).

Pour Van Wijnbergen (1983) et Taylor (1983), la libéralisation financière entraîne une réduction de l'offre de crédits sur le secteur informel à la suite de l'augmentation des taux d'intérêt sur les dépôts bancaires, ce qui fait déplacer les actifs financiers du secteur informel vers le secteur formel. Cependant, ils affirment que l'intermédiation informelle est d'autant plus efficace que l'intermédiation bancaire. De ce fait, ces chercheurs contestent l'adoption d'une politique libérale dans les pays en voie de développement et suggèrent l'intervention de l'Etat sur le secteur financier.

I.3.3. Les imperfections des marchés de crédits

L'une des hypothèses avancées par McKinnon et Shaw est que le marché est parfait et purement concurrentiel. Toutefois, Stiglitz et Weiss (1981) trouvent que le marché du crédit est soumis à des asymétries d'information importantes qui empêchent les réformes d'être efficaces, en d'autres termes, la présence d'un rationnement de crédit⁹ même sur les marchés bancaires compétitifs. Dans ce cadre, la demande de crédit va excéder l'offre puisque les banques vont limiter l'émission des prêts (les risques attachés aux nouveaux emprunteurs sont élevés). Alternativement, le taux d'intérêt peut s'écarter de son niveau d'équilibre étant donné que l'espérance de rendement de la banque croît moins vite que le taux sur les prêts.

Ainsi, ces chercheurs démontrent que la libéralisation financière génère une augmentation du taux d'intérêt réel débiteur et par conséquent l'aléa moral se renforce. Donc, au lieu de donner davantage de prêts, il peut y avoir une baisse de l'offre des crédits en raison de la prudence des banques. Cela entraîne la diminution d'investissement, d'où la nécessité de l'intervention de l'Etat pour la régulation du taux d'intérêt.

Parallèlement, Cho (1986) montre que l'adoption d'une politique d'ouverture financière, en libéralisant le taux d'intérêt, n'est pas suffisante pour assurer une allocation optimale du capital à cause des problèmes informationnels sur les marchés de crédit. Ainsi, il souligne

⁹ Il y a rationnement de crédit lorsque l'emprunteur est disposé à accepter les conditions de prêt établies par le prêteur et que le financement lui est toutefois refusé.

l'importance du marché boursier. Autrement dit, le financement d'entrepreneurs rationnés sur le marché du crédit pourrait s'exécuter, hors intermédiation bancaire, par l'émission de titres.

I.3.4. Les critiques d'inspiration Keynésienne

Selon la théorie keynésienne, l'investissement est déterminé par le niveau de demande effective et du taux d'intérêt, mais contrairement à la théorie de la libéralisation financière, il ne dépend pas de l'épargne. La demande d'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt, et une fonction croissante de l'efficacité marginale du capital (plus le taux d'intérêt sera élevé, moins il y aura de projets d'investissement réalisés et par conséquent le taux de croissance ralentit). Ainsi, l'Etat doit intervenir sur le marché à court terme pour inciter aux investissements et réduire le chômage.

Les Post-keynésiens ([Burkett et Dutt, 1991](#)) discutent de l'hypothèse sur la relation épargne-investissement. D'après ces chercheurs, l'augmentation du taux d'intérêt (i) stimule l'épargne (S), ce qui va entraîner une baisse de la demande effective (DE), et par suite l'investissement (I) et le taux de croissance (g) diminuent.

II. Les conditions préalables à la réussite de la libéralisation financière

II.1. Les conditions primitives

La réussite de la politique de la libéralisation financière dans les pays en voie de développement se base sur des conditions initiales à savoir la stabilité macroéconomique et la supervision bancaire.

II.1.1. La stabilité macroéconomique

La conjoncture macroéconomique n'est favorable à la réussite des réformes financières que si le niveau général des prix est stable et le déficit budgétaire modéré. En d'autres termes, un pays qui se caractérise par un taux d'inflation élevé va connaître un accroissement du taux d'intérêt qui stimule négativement l'investissement (orientation de l'investissement vers des projets moins productifs). De plus, le déficit budgétaire génère un environnement incertain qui décourage l'entrée des capitaux étrangers et favorise la sortie des capitaux locaux.

Pour soutenir la politique monétaire et budgétaire, d'une part, l'Etat doit réduire ses dépenses et réorganiser les institutions publiques déficitaires afin d'éviter l'augmentation de l'inflation et la baisse de l'investissement, et, d'autre part, le gouvernement doit avoir des ressources

fiscales importantes pour faire face à ses différents engagements. Ainsi, les autorités peuvent procéder à l'élargissement de l'assiette d'imposition, l'augmentation du taux d'impôts et l'élimination des subventions coûteuses.

Dans ce cadre, [McKinnon \(1993\)](#) a constaté que la stabilité macroéconomique est essentielle pour la réussite des réformes financières. Toutefois, [Gibson et Tsakalotos \(1994\)](#) ont souligné que cette modalité ne peut pas garantir à elle seule le succès de la libéralisation.

II.1.2. La réglementation prudentielle et la supervision bancaire

La plupart des pays en voie de développement doivent surveiller leurs marchés bancaires en empêchant la concentration des prêts entre les mains de quelques clients. D'une part, ce processus permet de contourner les problèmes de spéculation et, d'autre part, pour que la richesse nationale ne soit pas saisie par une catégorie minoritaire du peuple. Alternativement, l'application des règles prudentielles va permettre aux banques de diversifier leurs portefeuilles et aux autorités monétaires de contrôler l'activité bancaire. On peut conclure que la réglementation prudentielle tend à limiter la prise du risque excessive de la part des banques et assurer un bon fonctionnement du marché financier. De ce fait, [Andersen et Tarp \(2003\)](#) ont montré que les réformes du secteur bancaires sont nécessaires pour la réussite de la libéralisation financière.

II.2. L'ordre d'adoption des réformes financières

Après avoir étudié les conditions primitives nécessaires à la réussite de la libéralisation financière, nous allons présenter les étapes qu'il faut suivre.¹⁰

Premièrement, la libéralisation du secteur réel se manifeste par :

- ❖ La libéralisation des prix, c'est-à-dire que le prix d'un bien est déterminé par l'offre et la demande sur le marché des biens et service.
- ❖ L'élimination des taxes et des subventions. En effet, l'Etat ne doit pas intervenir sur le marché national par la mise en œuvre des barrières restrictives à l'entrée des marchandises étrangères.
- ❖ La privatisation qui permet l'évolution de la concurrence et la réduction du monopole des gouvernements.

¹⁰ Nombreux auteurs s'accordent sur quatre séquences de libéralisation {[Edwards \(1986\)](#), [Krueger \(1986\)](#), [Mac Kinnon \(1993\)](#)}.

Deuxièmement, la libéralisation du secteur financier se fait généralement par la déréglementation des taux d'intérêt, la réactivation du marché monétaire et par la privatisation du secteur bancaire. Nous pouvons synthétiser les différences entre les types de libéralisation du secteur financier domestique, en nous basant sur les critères choisis par Kaminsky et Schmukler (2008) [cf. tableau 2].

Troisièmement, la libéralisation des opérations courantes s'appuie essentiellement sur la levée des barrières commerciales comme la douane, d'où la création des zones de libre échange et des marchés de change au comptant et à terme, sans oublier la convertibilité externe de la monnaie. Dernièrement, la libéralisation des mouvements de capitaux se caractérise par une mobilité parfaite des capitaux et aussi par une convertibilité totale de la monnaie.

Tableau I.1 Les étapes de libéralisation économique et financière

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

Source : Patabendige. S et Senarath. C. 2015, p. 79.

D'après le tableau 1, nous remarquons qu'il existe deux types de réformes internes qui incluent d'un côté la libéralisation du marché réel et financier, et de l'autre les réformes externes qui englobent la libéralisation des opérations courantes et le marché des capitaux. Nous pouvons conclure alors que la réussite de la politique de la libéralisation financière exige que l'ouverture externe du compte capital ne précède pas la libéralisation du secteur financier domestique. Dans ce cadre, le Chili a été pris comme exemple de « bon » ordonnancement chronologique des réformes. Cependant, l'échec argentin fut attribué à une

tentative « prématurée » de libéralisation financière interne combinée avec l'abolition du contrôle des changes¹¹. En effet, la tentative était jugée prématurée puisqu'elle avait été faite avant que soit achevée la réforme commerciale et avant que le gouvernement ne se soit assuré une maîtrise durable des finances publiques. D'après [Edwards \(1984\)](#), l'Argentine a libéralisé en premier le compte des opérations en capital, tandis que le Chili a commencé par le compte des opérations courantes.

Tableau I.2. Les différents critères de la libéralisation du secteur financier domestique

Le secteur financier domestique		
Les critères d'une libéralisation financière totale	Les critères d'une libéralisation financière partielle	Les critères d'absence de libéralisation financière
<u>Les taux d'intérêt débiteurs et Créditeurs</u> Il n'y a pas de contrôles sur les taux d'intérêt (il n'existe ni des niveaux planchers des taux d'intérêt, ni des niveaux plafonds). <u>Et</u> <u>Autres indicateurs</u> Il n'y a pas de contrôles sur les crédits (par contre, il y a la possibilité de subventionner certains secteurs ou de procéder par une allocation ciblée des crédits). Les dépôts en devises sont permis.	<u>Les taux d'intérêt débiteurs et Créditeurs</u> Il y a des contrôles sur aussi bien les taux d'intérêt créditeurs que les taux débiteurs (la possibilité d'existence de niveaux planchers ou des niveaux plafonds de taux d'intérêt) <u>Et</u> <u>Autres indicateurs</u> Il peut y avoir des contrôles sur la distribution des crédits et les dépôts en devises peuvent être refusés.	<u>Les taux d'intérêt débiteurs et Créditeurs</u> Il y a des contrôles aussi bien sur les taux d'intérêt créditeurs que sur les taux débiteurs (la possibilité d'existence de niveaux planchers ou de niveaux plafonds de taux d'intérêt). <u>Et</u> <u>Autres indicateurs</u> Il y a toujours des contrôles dans l'activité de distribution de crédits et les dépôts en devises sont formellement refusés.

Source : [Kaminsky. G et Schmukler. S \(2008\)](#), p. 281.

¹¹ [Fanelli, J. M., & Frenkel, R. \(1994\)](#). Gradualisme, traitement de choc et périodisation. Revue Tiers Monde, 35 (139), 581-611.

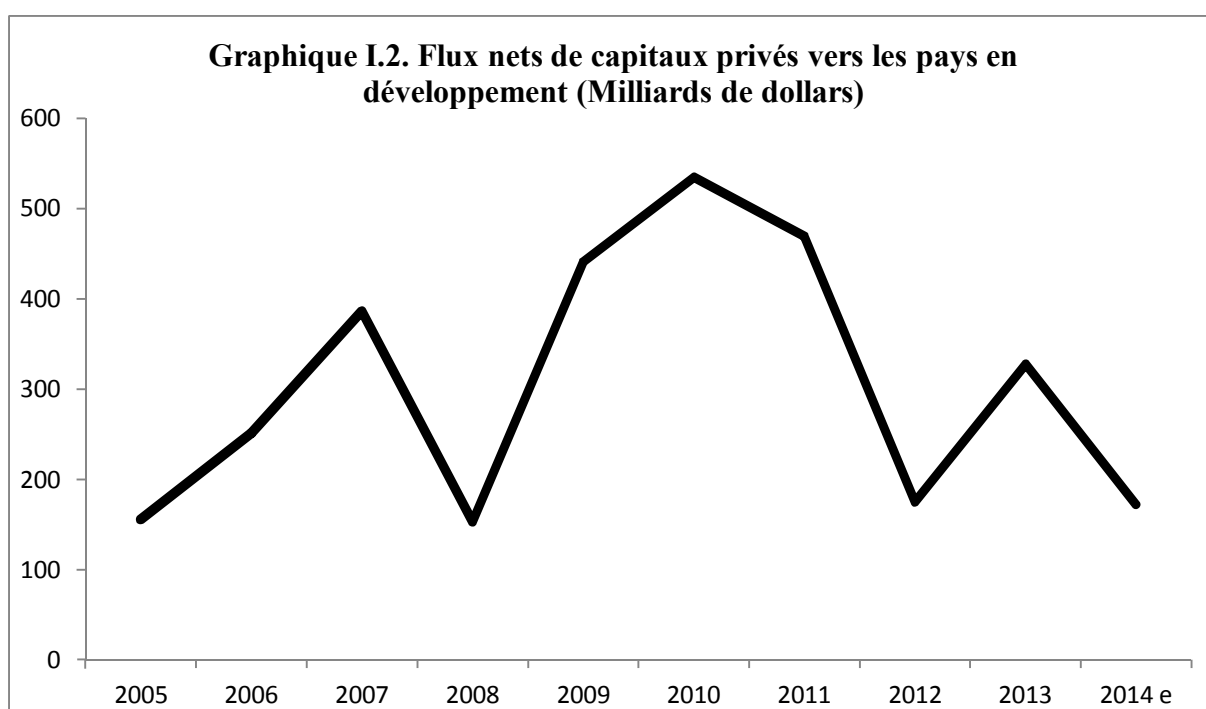
III. La libéralisation du compte capital

Tableau I.3. Les différentes éventualités de la libéralisation du compte capital

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

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

Comme nous l'avons déjà mentionné, la libéralisation du compte capital (à savoir les flux de capitaux entrants et sortants) présente la phase ultime du processus de la libéralisation financière. Pour garantir la stabilité macro-économique, les autorités monétaires ne doivent pas écarter les restrictions prudentielles après la libéralisation externe. Cette dernière stimule la croissance économique pour les pays en développement, à condition que l'ordre d'adoption des réformes financières soit respecté. La réussite de l'ouverture du compte capital dépend non seulement du développement institutionnel et financier, mais aussi de la crédibilité du régime de change. Selon Kaminsky et Schmukler (2008), il existe trois éventualités de la libéralisation du compte capital comme mentionnées dans le tableau ci-dessus.



Source : United Nations, World Economic Situation and Prospects (2015), p. 67, basé sur des chiffres du FMI.

e : estimation

Les flux nets de capitaux privés englobent les flux nets d'investissements directs étrangers, les flux nets d'investissements de portefeuille et les flux nets d'autres formes d'investissements comme les prêts bancaires à court et à long terme. Il est important de mentionner que les flux nets sont définis par la différence entre les flux entrants (c'est-à-dire les capitaux affluant de l'extérieur, les bénéfices réinvestis ou encore les investissements financés par les crédits bancaires moins les retraits d'investissements antérieurs ou désinvestissements) et les flux sortants de capitaux (par exemple l'achat d'actions étrangères par un investisseur local).

D'après le graphique 2, nous constatons qu'il y a eu une forte tendance à la hausse des flux nets de capitaux privés vers les pays en développement au cours de la dernière décennie. En effet, ces flux privés sont passés de 155,7 milliards de dollars en 2005 à 327,7 milliards de dollars en 2013. La valeur la plus importante a été enregistrée en 2010 avec 534,7 milliards de dollars, grâce notamment à l'augmentation des investissements directs étrangers, des investissements de portefeuilles et des crédits bancaires. Toutefois, les flux de capitaux privés ont connu deux épisodes de dépréciation. Le premier épisode apparaît lors de la crise des subprimes avec la baisse des crédits bancaires et des investissements de portefeuilles. Cette diminution s'explique d'une part par la réduction des prêts bancaires en prévenance des pays développés et, d'autre part, par le changement du comportement des investisseurs étrangers provoquant ainsi la chute des indices boursiers dans les pays en développement. Le second épisode se manifeste en 2012 suite à la faible croissance économique enregistrée par les pays développés, en partie en raison de l'augmentation du chômage et de la dette publique, la hausse des prix de nombreuses matières premières et la baisse de la demande globale exprimée par l'austérité budgétaire. Ainsi, la baisse des flux nets de capitaux privés vers les pays en développement peut être expliquée par la récession de l'économie mondiale. Autrement dit, les flux de capitaux internationaux ne sont pas seulement liés aux fondamentaux économiques des pays d'accueil mais sont aussi reliés à la conjoncture économique internationale.

D'une manière générale, les mouvements de capitaux incluent d'une part, les prêts du FMI et les prêts consentis au titre de l'aide au développement et, d'autre part, les flux de capitaux privés, à savoir les investissements directs étrangers, les investissements de portefeuille et les crédits bancaires. Dans ce contexte, nous présentons les flux de capitaux privés par type de flux.

III.1. Les investissements directs étrangers (IDE) : L'état des lieux

Contrairement aux autres types de capitaux, l'IDE n'est pas une opération de spéculation ou un simple placement financier. Il est un investissement durable et adéquat pour les pays en développement. Ainsi, Levine (2001) préconise l'élimination des restrictions sur les IDE avant les autres types de capitaux afin de favoriser la concurrence (la présence des banques étrangères) et d'encourager la liquidité sur le marché national (la présence des ressources financière sur les marchés boursiers).

III.1.1. Définition

Selon l'organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), l'IDE est une activité par laquelle une entité résidant dans une économie peut acquérir un intérêt durable dans une entité résidant dans une économie autre que celle de l'investisseur. Le concept « intérêt durable » découle de l'existence d'une relation à long terme entre l'investisseur étranger et l'entreprise locale. Cette relation se manifeste par un pouvoir de décision effectif dans la gestion (une représentation au conseil d'administration, une participation au processus de prise de décision, l'apport d'informations techniques et des échanges de cadres dirigeants).

Pour le Fonds Monétaire International (FMI), une relation d'investissement direct s'établit lorsqu'une entité acquiert une participation qui lui confère au moins 10 % des droits de vote d'une entreprise. L'IDE peut avoir une proportion de 100% ou presque de la filiale locale, permettant ainsi un contrôle général de l'entreprise du pays d'origine. Il existe deux manières pour exercer le contrôle de l'investisseur étranger sur la firme locale : **« Une relation direct d'investissement lorsqu'un investisseur direct possède directement une participation qui lui confère 10 % ou davantage des droits de vote dans l'entreprise d'investissement direct. Une relation indirecte d'investissement lorsqu'une entité peut exercer indirectement le contrôle ou l'influence au moyen d'une chaîne de relations d'investissement direct »¹²**.

Les données financières sur l'IDE peuvent être comptabilisées en flux (statistiques de la balance des paiements) ou en stocks (la position d'investissement international). Les premiers nous renseignent sur les variations réalisées au cours d'une année, alors que les seconds nous informent sur les encours en fin d'année. Les flux et les stocks d'IDE rassemblent principalement trois types de financement, à savoir l'acquisition ou la cession de titres de participation, les bénéfices non distribués sous forme de dividendes (réinvestissement de bénéfices) et les prêts, y compris les crédits à court terme et avances entre la maison mère et ses filiales.

¹² FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL. (2009). Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale. Sixième édition (mBP6), p : 108.

III.1.2. Les formes d'IDE

Pour constituer une entreprise à l'étranger, l'investisseur peut créer une filiale totalement nouvelle (Greenfield investment) ou s'associer avec des firmes déjà existantes (brownfield investment). Parmi les modalités d'implantation à l'étranger, on distingue :

- La création de filiales

La création de filiales peut couvrir plusieurs formes allant de l'unité d'assemblage jusqu'à l'usine intégrée chef de file d'autres unités. Autrement dit, l'investisseur étranger va installer des nouveaux moyens de production et embaucher de nouveaux travailleurs. Ainsi, l'unité de production à l'étranger est possédée à 100% par la maison mère. Cette modalité d'IDE permet, aux investisseurs, le contrôle des opérations de production et la maîtrise d'éventuel transfert de technologie non souhaité à la firme locale. Toutefois, la mise en place d'une nouvelle unité de production, dans un pays étranger, nécessite une durée considérable, ce qui n'est pas toujours le cas pour les autres formes d'IDE.

- Les fusions-acquisitions

Ce terme désigne la forme d'implantation consistant au rachat ou à l'acquisition des firmes déjà établies. Ainsi, la firme étrangère prend le contrôle d'une autre firme locale en acquérant au moins 50% de son capital. Les fusions-acquisitions permettent aux entreprises de consolider leur position concurrentielle, d'accéder à de nouveaux marchés, d'acquérir des nouvelles compétences, d'accroître leur valeur boursière et de se diversifier. Cependant, l'entreprise absorbante doit opter pour une stratégie fondée sur la reconnaissance des fondamentaux culturels de l'entreprise absorbée et non pas sur le rapport de force.

- La joint-venture

La joint-venture résulte de la création d'une firme commune (une co-entreprise) détenue à parts égales par deux entreprises ou plus. La création de cette modalité d'IDE va permettre aux entreprises qui l'ont créée de partager les technologies et le savoir-faire et de répartir conjointement les dépenses et les risques¹³.

Dans la théorie dite du « capital savoir » de l'entreprise multinationale (Markusen et Maskus, 2002), il y a trois types de firmes dans chaque pays : les firmes purement locales, qui ont leur

¹³ Nous avons présenté les principales formes d'IDE, néanmoins ils existent d'autres aspects de l'investissement étranger comme les contrats de gestion, la sous-traitance internationale, la succursale, etc.

siège et leurs usines dans le pays et qui produisent pour le marché local ou les marchés d'exportation ; les firmes multinationales horizontales, qui ont leur siège dans le pays d'origine et des usines tant dans le pays d'origine qu'à l'étranger, qui produisent les mêmes biens ; in fine, les firmes multinationales verticales, qui subdivisent les diverses phases de la production en ayant leur siège dans le pays d'origine et des usines dans différents pays étrangers, qui produisent des produits intermédiaires et/ou finaux différents¹⁴.

L'IDE de nature horizontale

Le but d'IDE de nature horizontale est d'accéder aux marchés étrangers d'implantation, en profitant de conditions relativement favorables en termes de coûts, taille du marché, institutions, infrastructure et économies d'échelle. Etant donné l'existence d'une relation de substitution entre l'IDE et le commerce international (le processus de production de l'usine implantée remplace les exportations), ce type d'investissement s'opère habituellement dans des pays ayant un niveau de développement comparable au pays d'origine.

L'IDE de nature verticale

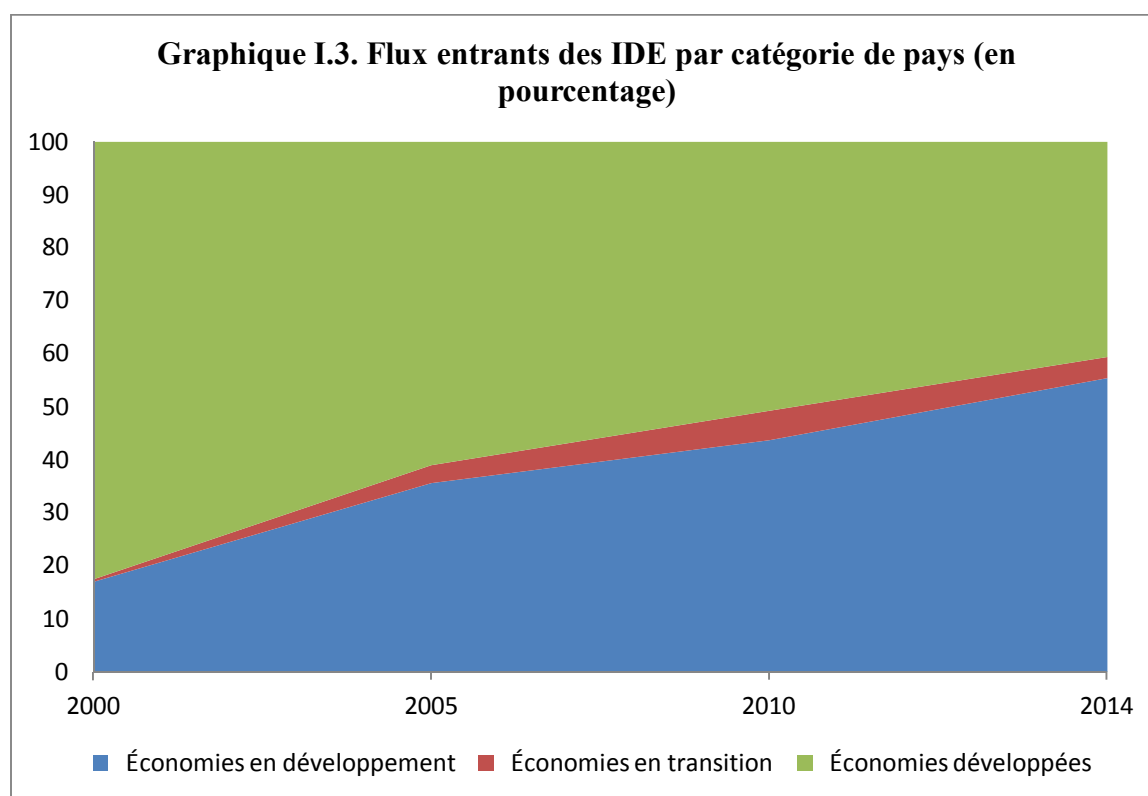
L'objectif d'IDE de nature verticale est de minimiser les coûts de production, en exploitant les avantages comparatifs de chaque pays. Ainsi, la relation entre l'IDE et le commerce international n'est plus une relation de substitution mais une relation de complémentarité (les IDE et les exportations de biens intermédiaires augmentent simultanément). En outre, l'investisseur étranger va profiter de l'usage de main-d'œuvre peu chère, pourtant il doit surmonter les coûts de transport, la distance géographique et les barrières tarifaires imposées par les pays d'accueil.

III.1.3. Évolution temporelle et spatiale des IDE

Les vagues de réforme, observées partout dans le monde depuis les années 1980, visaient surtout à résoudre les problèmes économiques des pays en développement comme l'augmentation de la dette extérieure, la hausse de l'inflation et les déficits grandissants de la balance courante et de la balance des paiements. Ainsi, ces pays ont opté pour une politique de soutien à l'entrée des investissements directs étrangers afin de renforcer la participation du secteur privé dans ce qui était auparavant des activités publiques.

¹⁴ Nicoletti, G., Golub, S. S., Hajkova, D., Mirza, D., & Yoo, K. Y. (2003). L'influence des politiques sur les échanges et l'investissement direct étranger. Revue économique de l'OCDE, (36), 7-93.

Les flux d'investissements directs étrangers vers les pays en développement ont augmenté au cours de la dernière décennie, grâce notamment aux perspectives économiques convenables et aux conditions d'investissement favorables. Comme le montre le [graphique 3](#), la part des IDE entrants ne cesse d'augmenter pour les pays en voie de développement et les pays en transition. Ces groupes de pays présentent 59,4% des entrées mondiales d'IDE en 2014 ; contre 17,46% en 2000. Les pays développés, quant à eux, enregistrent seulement 40,6% des entrées mondiales d'IDE en 2014 ; contre 82,54% en 2000, soit une diminution d'environ la moitié en 14 ans. Cette baisse des IDE, vers les pays développés, a pris de l'envergure en 2008 suite à la crise des subprimes qui a débuté en 2007. Dès lors, l'éventualité de voir des crises de la dette souveraine et les incertitudes réglementaires, outre la conjoncture économique défavorable, était parmi les facteurs qui ont handicapé la reprise des IDE dans ces pays. Quelle est alors la répartition géographique des flux d'IDE pour les pays en développement ?



Source : Auteur à partir de la base de données de CNUCED

D'après le [tableau 4](#), on constate que les entrées d'IDE dans les pays en développements ont atteint 681 milliards de dollars en 2014, soit une augmentation de 10 milliards de dollars par rapport à 2013. La palme d'or revient à la région d'Asie avec 465 milliards de dollars, soit plus des deux tiers du total des entrées dans les pays en développement. L'Asie de l'Est et du Sud-Est représente 37,9% de la part des flux mondiaux d'IDE en 2014. Ce pourcentage a été

tiré principalement par la Chine (le premier pays d'accueil du monde), Hong Kong, Singapour et l'Indonésie ; qui ont enregistré une forte hausse de leurs entrées d'IDE.

Tableau I.4. Flux d'IDE, par région, 2012-2014 (En milliards de dollars et en pourcentage)

Région	Entrées d'IDE			Sorties d'IDE		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
<u>Part des flux mondiaux d'IDE en milliards de dollars</u>						
Pays en développement	639	671	681	357	381	468
Afrique	56	54	54	12	16	13
Asie	401	428	465	299	335	432
Asie de l'Est et du Sud-Est	321	348	381	266	292	383
Asie du Sud	32	36	41	10	2	11
Asie occidentale	48	45	43	23	41	38
Amérique Latine et Caraïbes	178	186	159	44	28	23
Océanie	4	3	3	2	1	0
<u>Part des flux mondiaux d'IDE en pourcentage</u>						
Pays en développement	45,6	45,7	55,5	27,8	29,2	34,6
Afrique	4	3,7	4,4	1	1,2	1
Asie	28,6	29,2	37,9	23,3	25,7	31,9
Asie de l'Est et du Sud-Est	22,9	23,7	31	20,7	22,4	28,3
Asie du Sud	2,3	2,4	3,4	0,8	0,2	0,8
Asie occidentale	3,4	3	3,5	1,8	3,1	2,8
Amérique Latine et Caraïbes	12,7	12,7	13	3,4	2,2	1,7
Océanie	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0

Source : CNUCED, Rapport sur l'investissement dans le monde : réformer la gouvernance de l'investissement international (2015), p.4.

Parallèlement, les flux d'IDE vers l'Asie du Sud se sont élevés à 41 milliards de dollars en 2014, contre 36 milliards de dollars en 2013. Cette hausse est due essentiellement aux investissements attirés par l'Inde, atteignant 34 milliards de dollars. En Asie occidentale, les IDE entrants ont diminué de 10,42% entre 2012 et 2014, pour s'établir à 43 milliards de dollars. Ce recule s'explique principalement par le climat d'insécurité, à savoir la guerre en Irak et en Syrie et les tensions politiques entre l'Arabie saoudite et l'Iran. Avec 54 milliards

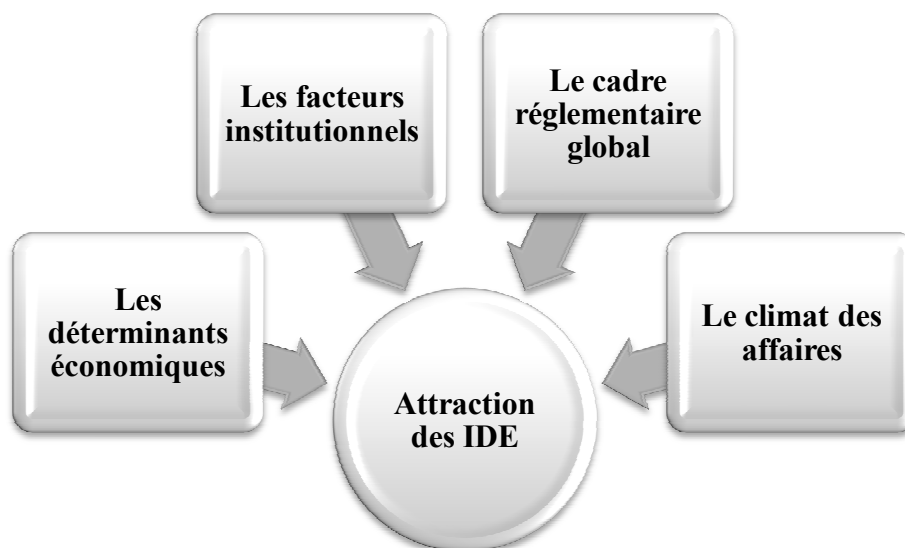
de dollars, la part de l'Afrique dans le total mondial s'est établie à 4,4% en 2014. Ainsi, les entrées d'IDE sont restées inchangées par rapport à 2013. La baisse des flux vers l'Afrique du Nord a été compensée par l'accroissement des flux à destination de l'Afrique subsaharienne. Les investissements vers l'Amérique Latine et les Caraïbes ont diminué de 14%, pour s'établir à 159 milliards de dollars en 2014, en partie à cause de la baisse des fusions-acquisitions internationales et le fléchissement des cours des matières premières.

Il est intéressant aussi de constater que les pays en développement représentent plus d'un tiers des sorties mondiales d'IDE avec 34,6% en 2014. À cet égard, ces pays réservent une bonne partie de leur IDE aux pays voisins de leur région. Dans ce contexte, les entreprises multinationales chinoises ont investi en Asie (Pakistan et Sri Lanka). Par ailleurs, les sorties des investissements de l'Afrique et de l'Amérique Latine et Caraïbes restent très faible avec 13 et 23 milliards de dollars, respectivement.

III.1.4. Les déterminants de l'IDE

L'attraction des IDE va découler d'un certain nombre de facteurs essentiels. Dans ce contexte, le cadre réglementaire global, le climat des affaires, les déterminants économiques et les facteurs institutionnels vont caractériser les entrées des flux d'IDE vers les pays hôtes (cf. graphique 4).

Graphique I.4. Les déterminants de l'attraction des IDE



Source : Propre graphique à partir de CNUCED, World Investment Report (1998), page 91.

Premièrement, le cadre réglementaire global inclut la stabilité économique, politique et sociale ; les accords nationaux sur l'IDE ; le régime de commerce (barrières tarifaires et non

tarifaires) ; et le régime fiscal. Deuxièmement, les déterminants économiques englobent les ressources naturelles du pays hôte ; la taille de marché et revenu par habitant ; et la main-d'œuvre à bon marché. Troisièmement, le climat des affaires contient l'incitation à l'investissement ; les coûts d'activité liés à la corruption et à l'inefficience administrative ; et les services après-investissements. Dernièrement, les facteurs institutionnels liés aux libertés civiles ; aux droits politiques ; et au cadre judiciaire et administratif.

Pour les firmes multinationales, la décision d'investir va dépendre des avantages de propriété, des avantages de localisation et des avantages d'internalisation. Ces trois piliers constituent la théorie **OLI** ou la théorie éclectique proposée par [Dunning \(1981\)](#). Les entreprises étrangères cherchent à :

- Détenir des avantages spécifiques que les concurrents ne possèdent pas, comme la détention des nouvelles technologies, des avantages financiers et du savoir faire exclusif. Ainsi, elles vont tenter d'avoir une position de leader sur le marché locale (**Ownerships advantages**) ;
- Explorer les avantages d'implantation dans un pays étranger qui offre des infrastructures développées, des coûts de transports modérés, des conditions de travail appropriées, des qualités d'inputs distinguées, etc. (**Location advantages**) ;
- Réaliser un gain suite à la délocalisation vers un pays d'accueil. D'une part, elles épargnent les coûts de transaction dans la mesure où elles n'optent pas pour l'exportation. D'autre part, ces firmes profitent des avantages dans le processus de production en refusant de vendre une formule à une société locale comme la cession de licence (**Internalisation advantages**).

III.1.5. L'IDE et la croissance dans les pays en développement

Les avantages nets de l'IDE sont à vérifier en fonction du contexte macroéconomique et microéconomique du pays d'accueil. Pour avoir des retombées bénéfiques de l'IDE, les pays en développement doivent atteindre un certain niveau de développement en ce qui concerne les marchés financiers, le commerce international, la politique gouvernementale, les progrès techniques, l'éducation, l'infrastructure et la santé. Quoi qu'il en soit, la plupart des chercheurs trouvent que l'effet général de l'IDE stimule la croissance économique, à travers son impact sur le commerce extérieur, le transfert de technologie, le capital humain, la concurrence et le développement des entreprises ([OCDE, 2002](#)).

IDE et le commerce extérieur

Les investissements étrangers encouragent les pays hôtes à s'intégrer dans l'économie mondiale en favorisant l'augmentation des importations et des exportations à long terme. En effet, en ayant des atouts qui comprennent : l'accès aux marchés mondiaux, la reconnaissance de la marque et la capacité d'extraire les ressources naturelles (l'extraction de minerais) ; les firmes multinationales vont aider les pays de Sud à renforcer les échanges internationaux. Toutefois, en tenant compte de l'effet à court et moyen terme de l'IDE sur le commerce extérieur, les pays d'accueil doivent prendre les mesures nécessaires pour minimiser les risques liés à la baisse des réserves extérieures suite aux opérations financières entre la société mère et ses filiales.

IDE et le transfert de technologies

Le transfert de technologies est l'un des principaux facteurs expliquant le mécanisme par lequel la présence de firmes multinationales peut avoir des externalités positives dans le pays d'accueil. En effet, le niveau de technologie dans les pays développés est plus important que celui des pays en développement, de telle façon que ces derniers vont bénéficier des retombées technologiques. Cela se manifeste par l'aide aux fournisseurs locaux sous formes de formations et d'assistance technique afin de moderniser les outils de production. En outre, les sociétés étrangères peuvent aussi inciter les entreprises locales à changer leur gestion et à adopter des techniques innovantes pour la commercialisation. Néanmoins, la pertinence des technologies transférées ne peut générer des externalités que si elle s'applique sur l'ensemble des entreprises du pays d'accueil, et pas seulement à l'entreprise qui en bénéficie au départ. Supplémentairement, les firmes locales ont peu de chances de pouvoir absorber les technologies étrangères lorsque le niveau technologique absolu du pays d'accueil est faible.

IDE et le capital humain

L'impact principal de l'investissement étranger sur le capital humain dans les pays en développement peut éventuellement être indirect. Il découle des efforts déployés par les gouvernements locaux (l'investissement dans l'enseignement et la qualification de la main-d'œuvre) pour attirer l'IDE et, à un degré moindre, des efforts exercés par les firmes multinationales. Lorsque les travailleurs sont recrutés, leur capital humain se développe par le biais de la formation et l'apprentissage assurés par les filiales. Ainsi, les retombées bénéfiques sur le capital humain, suite à l'entrée d'IDE, peuvent compléter, mais non remplacer,

l'enseignement public local. Par ailleurs, l'IDE va avoir une incidence sur les normes de travail en luttant contre la discrimination et en appliquant des normes de sécurité sociales reconnues. Autrement dit, les autorités doivent assurer un environnement de travail comparable à celui de pays de l'OCDE. Cependant, un écart de savoir entre les firmes multinationales et le reste de l'économie d'accueil va engendrer des retombées négligeables sur le capital humain. Ceci permet de conclure que l'économie qui se caractérise par un faible niveau de capital humain figure parmi les facteurs qui empêchent l'IDE de porter pleinement ses fruits.

IDE et la concurrence

La présence d'IDE va stimuler le développement économique en favorisant la concurrence dans les pays en développement. Les gains de la concurrence se traduisent par une amélioration de la qualité des produits, une baisse des prix, et une allocation plus efficiente des inputs. Alternativement, la vague de privatisations, qui a attiré les sociétés étrangères, pousse les firmes nationales à faire plus d'efforts afin de conserver leurs parts de marché. Néanmoins, l'IDE peut renforcer la concentration le marché local, dans le cas où le pays d'accueil est de petite taille et la société étrangère est de grande taille, c'est-à-dire qu'elle dispose d'une situation de force sur les marchés internationaux. De plus, la concentration des marchés s'est renforcée du fait des fusions- acquisitions et la multiplication des alliances et des stratégies de coopération entre les entreprises. Ainsi, il est essentiel de préserver la concurrence afin d'éviter les abus éventuels liés à l'exploitation d'une position dominante et de protéger le pouvoir d'achat des consommateurs.

IDE et le développement des entreprises

L'IDE va favoriser le développement des entreprises locales via les gains d'efficience, la réduction des coûts, et la sélection d'activités nouvelles. En effet, l'absorption d'une entreprise individuelle par une firme multinationale va se traduire par la réalisation des économies d'échelle en modifiant les méthodes de gestion et de gouvernance. Autrement dit, les investisseurs étrangers vont imposer leurs propres systèmes de notification et de communication et vont tenter de diminuer les sureffectifs, dont subissent la majorité des sociétés, hérités du régime antérieur. Les firmes concurrentes locales, quant à elles, vont perfectionner leur productivité en exploitant les effets de démonstration et les externalités positives induites par l'IDE le transfert de technologies et l'amélioration du capital humain. Dès lors, nous pouvons dire que l'impact d'IDE sur la restructuration et le développement des

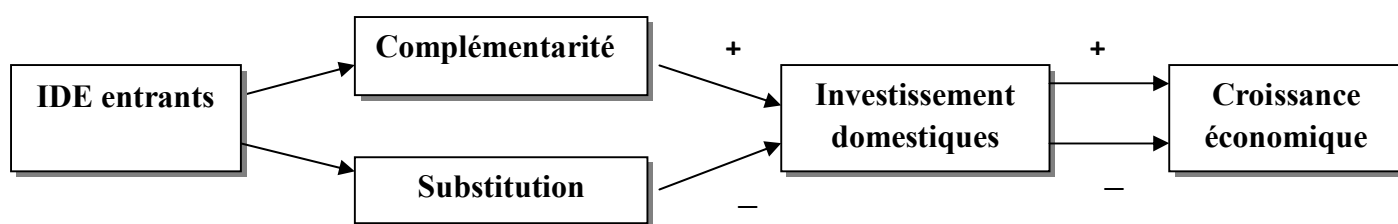
entreprises est souvent positif. Pourtant, ces retombées bénéfiques varient selon les pays d'accueil et les secteurs d'activité. De plus, les licenciements à court terme peuvent troubler les autorités politiques.

Par ailleurs, l'ouverture du compte capital -à travers les entrées des flux des IDE- peut stimuler l'investissement domestique et par conséquent la croissance économique. Toutefois, cette relation positive entre IDE et la formation brute de capital fixe va dépendre de la décomposition sectorielle des IDE.

La décomposition sectorielle des IDE et croissance économique

Les IDE doivent être orientés vers les secteurs qui ne profitent pas du stock de capital productif déjà existant (Agosin et Machado, 2005).

Graphique I.5. La relation entre la décomposition sectorielle des IDE et croissance économique



Source : Auteur à partir du modèle théorique développé par Agosin et Machado, 2005

III.2. Les investissements de portefeuille (IP)

Depuis les années 1990, les IP se sont considérablement renforcés sur le plan mondial, grâce notamment à l'allègement des contrôles de changes, ainsi que l'assouplissement des réglementations sur les opérations bancaires et financières. L'avantage de ce type de flux consiste en une meilleure diversification des placements internationaux pour les épargnants étrangers. Alternativement, les IP présentent une opportunité à saisir de la part des économies d'accueil afin de financer leurs déficits budgétaires et leurs transactions courantes. Cependant, les IP peuvent être à l'origine des crises de change et du krach boursier.

III.2.1. Définition

Un investissement de portefeuille est l'achat d'obligations (titres de propriété) ou d'actions (titres de créance) pour un motif financier. Toute participation au capital d'une société locale par un investisseur étranger ou une entité non résidente inférieure à 10% sera comptabilisée,

dans la balance des paiements, comme un IP. Conformément aux recommandations du FMI et de l'OCDE, le seuil de 10% établit la différenciation statistique entre les investissements de portefeuille et les investissements directs étrangers. Ainsi, les IP n'ont pas pour objectif de contrôler les entreprises locales et d'établir des intérêts durables, mais plutôt d'acquérir une participation minoritaire dans le capital de ces sociétés. Par ailleurs, la totalité des placements d'un épargnant forme ce qu'on appelle un portefeuille. Les placements en actions livrent une rémunération plus importante que ceux en obligations ou sur un compte bancaire. Toutefois, ils sont plus risqués puisque les gains ne sont réalisés que si la société locale conçoit des bénéfices. Alors quels sont les enjeux des IP vers les pays en développement ?

III.2.2. Les enjeux des IP

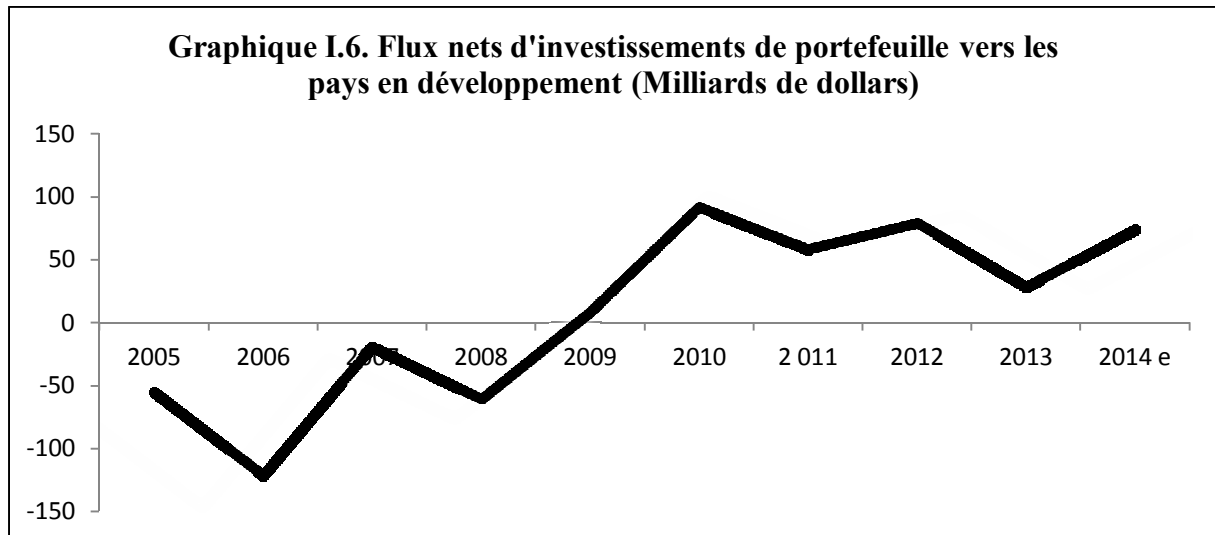
Comme nous l'avons déjà mentionné, les IP offrent des ressources financières désirables et appréciables pour financer l'économie réelle du pays d'accueil. Pourtant, les investisseurs étrangers peuvent revendre brutalement leurs actifs suite à la baisse de la rentabilité, la hausse de risques ou tout simplement la réalisation des opérations de spéculation, ce qui va entraîner la chute de la valeur des actions de l'entreprise. L'effondrement de cette dernière va s'étendre à l'ensemble des valeurs boursières du pays, déclenchant ainsi une crise boursière défavorable à la croissance économique.

L'autre fait d'importance à propos des IP est le critère de volatilité. En effet, les pays en développement ne possèdent pas des marchés financiers capables d'absorber la totalité des IP. Ainsi, les afflux massifs de ces derniers provoquent l'augmentation des prix d'actifs et une surévaluation du taux de change. De plus, le retrait soudain, à court terme, de ces flux engendre une sous-évaluation de la monnaie nationale. La volatilité accrue des IP sera accompagnée par une instabilité de la politique monétaire et une éventuelle crise de change. Dans ce cadre, les pays en développement sont appelés à développer leurs marchés financiers et à instaurer des réformes institutionnelles, réglementaires et politiques avant de permettre aux investisseurs étrangers d'acquérir des actions domestiques.

III.2.3. Évolution des IP

Le graphique 6 nous montre que la période, qui s'étale de 2005 jusqu'à 2008, s'est caractérisée par des reflux des IP. En effet, ces derniers étaient plus sensibles aux fluctuations

du cycle économique mondial et du degré de tolérance au risque à l'échelle internationale¹⁵. En 2008, la situation s'est encore aggravée et les sorties nets d'IP ont enregistré une valeur de 61,2 milliards de dollars.



Source : United Nations, World Economic Situation and Prospects (2015), p. 67, basé sur des chiffres du FMI.

e : estimation

À partir de 2009, les investissements de portefeuille vers les pays en développement se sont nettement redressés. Cette reprise a été particulièrement forte pour les pays d'Asie et d'Amérique Latine qui sont considérés comme ayant de meilleures perspectives de croissance. Les IP vers les pays en développement ont connu un pic en 2010 avec 91,5 milliards de dollars puisque les marchés boursiers des pays tels que le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, les Philippines et la Colombie ont atteint des niveaux record.

III.2.4. Le développement des marchés boursiers

Beck et Levine (2004) et Saci et al (2010) trouvent que le développement du marché boursier stimule positivement la croissance économique des pays en développement. Par ailleurs, le degré de développement des marchés boursiers est associé au niveau d'ouverture des marchés des actions et des obligations¹⁶ aux investisseurs étrangers. Dans ce cadre, les pays peuvent prendre des mesures pour développer leurs marchés boursiers telles que la tenue d'adjudications pour les titres de l'Etat, l'établissement d'une commission des valeurs

¹⁵ Suchanek, L., & Vasishtha, G. (2009). The Evolution of Capital Flows to Emerging-Market Economies. Bank of Canada Review, 2009(Winter), 19-31.

¹⁶ Le marché obligataire est un marché financier où les agents économiques (les entreprises ainsi que les États) peuvent emprunter des liquidités par création de titres de dette connus sous le terme obligations. Ce marché est le lieu d'émission, de vente et d'achat des obligations.

mobilières, la mise en place des marchés permettant aux opérateurs internationaux l'acquisition des titres domestiques, et la libéralisation des investissements de portefeuille¹⁷.

Tableau I.5. Les différentes éventualités de la libéralisation du marché boursier

Le marché boursier		
Les critères d'une libéralisation financière totale	Les critères d'une libéralisation financière partielle	Les critères d'absence de libéralisation financière
<u><i>Droit d'acquisition par les Investisseurs étrangers</i></u> Les investisseurs étrangers peuvent acquérir des titres domestiques sans aucune restriction. <u><i>Et</i></u> <u><i>Possibilité de rapatriement des capitaux, dividendes et intérêts</i></u> Les capitaux, les dividendes et les intérêts peuvent être rapatriés sans aucune restriction dans les 2 ans qui suivent l'investissement	<u><i>Droit d'acquisition par les Investisseurs étrangers</i></u> Les investisseurs étrangers ont la possibilité de détenir jusqu'à 49% du capital de chaque société. Il peut y avoir des barrières sur la prise de participation dans certains secteurs. Il peut y avoir des méthodes indirectes pour les opérateurs étrangers de participer aux marchés financiers domestiques. <u><i>Ou</i></u> <u><i>Possibilité de rapatriement des capitaux, dividendes et intérêts</i></u> Les capitaux, dividendes et intérêts peuvent être rapatriés mais pas avant 2 ans, ni après 5 ans à partir de la date d'exécution de l'investissement.	<u><i>Droit d'acquisition par les Investisseurs étrangers</i></u> Les investisseurs étrangers n'ont pas le droit d'acquérir des titres domestiques. <u><i>Ou</i></u> <u><i>Possibilité de rapatriement des capitaux, dividendes et intérêts</i></u> Les capitaux, dividendes et intérêts peuvent être rapatriés mais seulement après 5 ans à partir de la date de réalisation du premier investissement

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

Toutefois, le marché boursier est plus sensible aux risques et aux effets de contagion, à cause d'actifs qui y sont traités et des opérations de spéculation qui peuvent être réalisées. De plus, les pays en développement doivent prendre des mesures, comme l'attribution des avantages fiscaux et le renforcement des systèmes de régulation, afin d'améliorer la composition du

¹⁷ Perspectives de l'économie mondiale. (2004). La transition démographique mondiale. Fonds Monétaire International.

secteur privé domestique dominée par les petites et moyennes entreprises dont la plupart sont familiales, ce qui défavorise l'augmentation du nombre et volume des titres cotés. En outre, les gouvernements de ces pays doivent en premier lieu protéger les épargnants en adoptant des règles strictes en matière de transparence et, en deuxième lieu, attirer les investisseurs de portefeuille étrangers en augmentant le quota attribué pour les non résidents en matière d'acquisition des titres. Selon [Kaminsky et Schmukler \(2008\)](#), il y a trois cas de la libéralisation du marché boursier (cf. [tableau 5](#)).

III.3. Les crédits bancaires internationaux

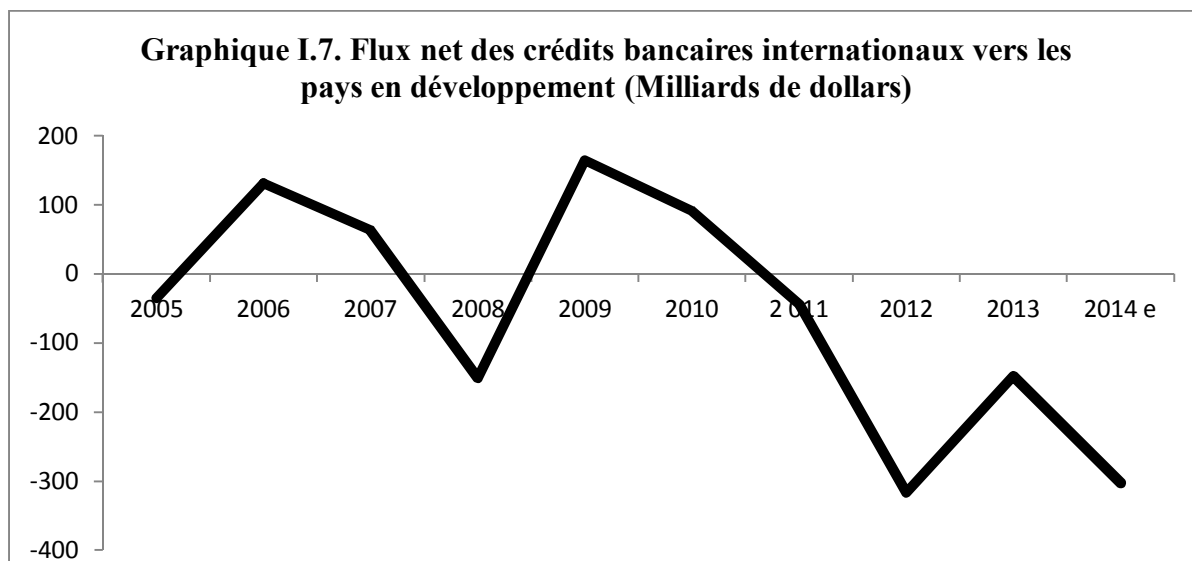
Les crédits bancaires internationaux sont des instruments de financement à long terme ou à court terme c'est-à-dire des crédits dont l'échéance se fixe à deux ans au maximum¹⁸. Les entrées des capitaux étrangers sous forme des prêts bancaires pallient l'insuffisance d'épargne nationale et stimule l'investissement et la croissance pour les pays hôtes. Dans ce contexte, les deux facteurs push et pull (exogènes et endogènes) orientent l'attribution des crédits vers les pays en développement. Le premier facteur est lié au fait que la croissance des pays industrialisés est modeste, les taux d'intérêt sont faibles et la liquidité sur le marché mondiale est abondante. Le second facteur concerne la croissance élevée dont dispose les pays d'accueil, les rendements attractifs et le cadre institutionnel favorable aux investissements étrangers¹⁹. A partir des années 1990, les marchés financiers ont enregistré une augmentation considérable des crédits bancaires internationaux vers les pays en développement. Cette évolution a enregistré une brusque interruption suite à la crise financière qui a touché les pays asiatique en 1997. Il convient de noter, dans ce cadre, que le risque lié à une mauvaise allocation des prêts bancaires étrangers s'amplifie lorsque les marchés nationaux ne sont pas bien réglementés.

[Le graphique 7](#) précise l'évolution des flux nets des crédits bancaires internationaux vers les pays en développement. Ces flux étaient de l'ordre de 131,6 milliards de dollars en 2006, soit une augmentation de 166,6 milliards de dollars par rapport à l'année précédente. En 2008, les prêts bancaires ont chuté de 138%, en raison de la baisse du levier d'endettement et la réduction des crédits de la part des banques étrangères. Après la baisse enregistrée en 2008, les prêts bancaires internationaux à destination de l'ensemble des pays en développement

¹⁸ [Gurtner, B. \(2007\)](#). Un monde à l'envers: le Sud finance le Nord. *Annuaire suisse de politique de développement*, 26(2), 57-80.

¹⁹ [Figuert, J. M., & Lahet, D. \(2007\)](#). Les Accords de Bâle II: quelles conséquences pour le financement bancaire extérieur des pays émergents?. *Revue d'économie du développement*, 15(1), 45-66.

augmentent fortement en 2009 pour diminuer dès les années suivantes, à cause des rendements décroissants des crédits, les difficultés financières des banques internationales (en particulier les banques européennes) et le recours accru aux modes de financement par fonds propres (investissements de portefeuille et IDE) au détriment des crédits bancaires. En effet, ces flux enregistrent une forte volatilité avec une valeur moyenne de -144 milliards de dollars entre 2010 et 2014, ce qui indique que les remboursements des prêts sont supérieurs à l'octroi des crédits.



Source : United Nations, World Economic Situation and Prospects (2015), p. 67, basé sur des chiffres du FMI.

e : estimation

IV. Les leçons tirées de la libéralisation du compte capital

La libéralisation du compte capital en vaut-elle le risque? L'expérience des économies en matière de la mobilité internationale des capitaux a été associée à une hausse de la croissance dans plusieurs pays mais aussi au déclenchement de crises financières dans d'autres nations.

IV.1. L'expérience du Chili

Dans les années 1970, le Chili était le pays le plus développé d'Amérique latine sur le plan institutionnel. Cependant, il s'est caractérisé par un déséquilibre macroéconomique à savoir l'inflation qui atteignait les 500%, le déficit public qui était de l'ordre de 21% de PIB en 1973 et la faiblesse de l'épargne nationale et l'investissement. Au début des années 1980, les banques et les sociétés chiliennes s'endettaient, à court terme, en devises (dollar américain) sans qu'elles ne soient en capacité d'honorer leurs engagements. Ainsi, l'explosion de la dette extérieure imputable au secteur privé et la fuite des capitaux étaient à l'origine de la

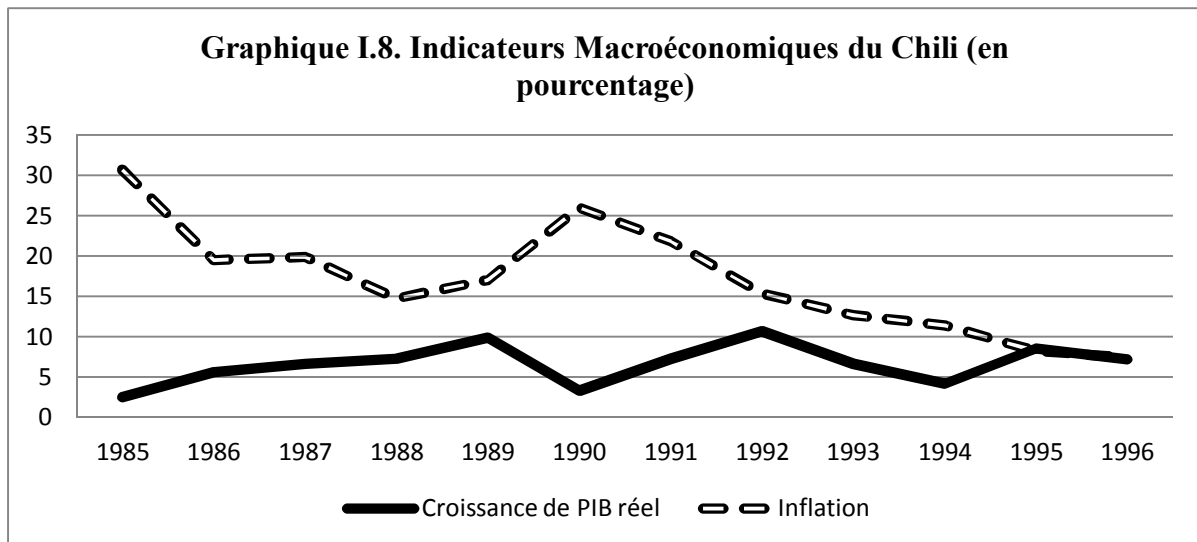
dévaluation forcée du peso de 50% en juin 1982. Suite à l'échec de la libéralisation du compte capital de 1982 et face à l'ampleur de la crise bancaire, l'Etat a amélioré la régulation financière sur la période 1985-1996.

Au cours de la période qui s'étale de 1985 à 1989, le Chili a adopté un processus graduel des réformes afin de libéraliser le secteur financier externe. Ces réformes étaient la restructuration du système bancaire, la mise en place des méthodes indirectes de contrôle monétaire, la réorientation du commerce, le développement des opérations bancaires, l'indépendance de la Banque centrale de Chili²⁰ et la libéralisation sélective concernant les entrées des investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille. Ainsi, l'activité du marché des capitaux est devenue plus mûre en 1985 puisque les fonds de pension pouvaient investir une partie de leurs actifs sur les marchés locaux. De plus en 1989, la taxe additionnelle sur le rapatriement des bénéfices par les investisseurs étrangers, en vertu de la loi, a été réduite de 40% à 35%. En ce qui concerne la politique monétaire, la banque centrale a abandonné la politique de dépréciation réelle du taux de change en faveur de l'élargissement de la bande de fluctuation. À partir de 1990, les autorités ont commencé à libéraliser les sorties de capitaux suite aux entrées massives de flux de capitaux. Par ailleurs, la négociation de contrats à terme a été insérée et plusieurs mesures ont été mises en œuvre afin d'élargir et d'améliorer l'efficacité et la compétitivité du marché boursier local²¹.

Les phases ultérieures de réformes, de 1991 à 1996, étaient le développement des marchés financiers, l'adoption d'une approche plus flexible pour le taux d'intérêt et le taux de change, et l'allègement de contrôles sur les entrées et les sorties de capitaux. En 1991, les résidents ont été autorisés, pour la première fois, à 'utiliser des devises obtenues sur le marché non officiel, pour investir à l'étranger. Les non-résidents, quant à eux, ont été autorisés à rapatrier leur capital initial après trois ans au lieu de cinq ans. En outre, les systèmes de négociation et de règlement sur écran électronique ont commencé à fonctionner en 1993. De son côté, la banque centrale a renforcé sa capacité à mener des opérations monétaires en élargissant la gamme des instruments et les échéances utilisées dans les opérations d'open-market. En 1994, les sorties des investissements de portefeuilles ont été encouragées en permettant aux banques locales d'investir dans des établissements financiers étrangers, et aux particuliers l'accès au marché de change formel pour un ensemble limité d'opérations en capital.

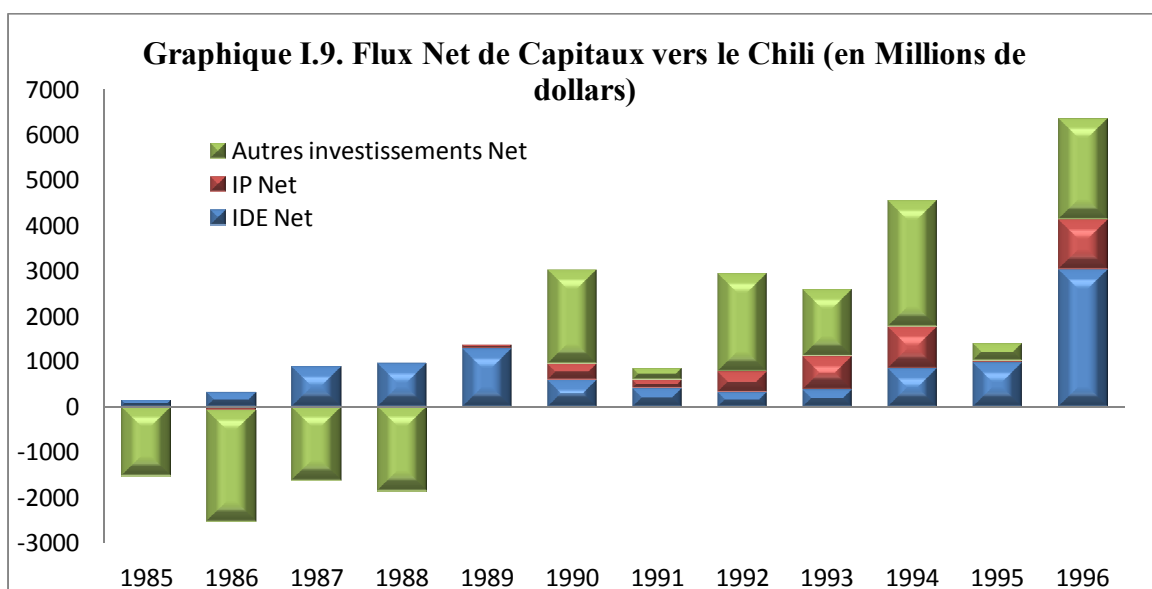
²⁰ En 1989, la loi établit l'autonomie juridique de la banque centrale.

²¹ Johnston, R. B., Darbar, S. M., & Echeverria, C. (1997). Sequencing capital account liberalization: lessons from Chile, Indonesia, Korea, and Thailand. IMF Working Paper 97/157 (Washington: International Monetary Fund).



Source : Johnston, R. B., Darbar, S. M., & Echeverria, C. (1997), p.50.

Les différentes mesures prises par la banque centrale du Chili ont permis de stabiliser l'inflation qui est passée de 30,7% en 1985 à 7,4% en 1996, et de soutenir le taux de croissance de PIB réel avec une moyenne de 6,6% entre 1985 et 1996 (cf. graphique 8). Les flux nets d'investissements directs étrangers, quant à eux, sont passés de 142 millions de dollars en 1985 à 3 Milliards de dollars en 1996. En effet, les sorties d'IDE ont atteint une valeur de 1,1 milliard de dollars en 1996, alors que les entrées d'IDE ont enregistré une valeur de 4,1 milliards de dollars. De plus, les entrées d'investissements de portefeuille et les prêts bancaires internationaux vers le Chili ne cessent d'augmenter. Ainsi, les flux nets de capitaux ont connu une hausse considérable, qui a atteint 6,3 milliards de dollars, soit une valeur de 9 pour cent du PIB en 1996 (cf. graphique 9).



Source : Johnston, R. B., Darbar, S. M., & Echeverria, C. (1997), p.50.

La libéralisation sélective des capitaux au Chili s'est manifestée par le soutien à l'entrée de capitaux, notamment de capitaux à long terme. Autrement dit, les autorités chiliennes ont mis en place une obligation de dépôt non rémunéré ou taxation flexible sur les afflux de capitaux financiers à court terme. Cette garantie a permis à la banque centrale (i) d'absorber les flux entrants ; (ii) de soutenir les équilibres macroéconomiques ; et (iii) d'avoir une forme d'autonomie de la politique monétaire²².

Le Chili a ainsi réussi son pari en matière d'ouverture du compte capital via :

- le programme cohérent de réformes économiques,
- le développement de la supervision et de la réglementation,
- la privatisation des grandes entreprises d'utilité publique, de télécommunications et de transport,
- la libéralisation de l'investissement direct étranger (les sociétés chiliennes sont devenues d'importants investisseurs en Argentine, au Brésil et au Pérou),
- l'effet d'apprentissage au processus de la libéralisation,
- la robustesse du cadre institutionnel et juridique.

Ces différentes mesures témoignent de l'état d'avancement de la libéralisation de l'économie chilienne par rapport au reste de la région (les pays d'Amérique Latine).

IV.2. L'expérience de la Corée du Sud

La performance économique de la Corée du Sud, de 1961 jusqu'à 2003, est spectaculaire. En effet, la croissance économique de ce pays était toujours positive sauf en 1980 à la suite du deuxième choc pétrolier²³ et l'assassinat du président Park Chung-Hee, et en 1998 à la suite de la crise financière asiatique.

La libéralisation du système financier interne et externe en Corée du Sud a été progressive et sélective. En effet, la politique coréenne était basée sur la fixation des taux d'intérêt, l'orientation des crédits vers les secteurs prioritaires et le contrôle de capitaux. L'intervention de l'État sur le marché de change, le commerce et le compte capital était liée à l'évolution de la balance de paiement et plus précisément à la position du compte courant. Ainsi, suite à

²² French-Davis, R. (2012). L'économie chilienne depuis la crise globale. Cahiers des Amériques latines, 2011(68), 51-68.

²³ Le deuxième choc pétrolier est une crise mondiale des prix du pétrole qui se sont multipliés par 2,7 entre 1978 et 1981. Les effets conjugués de la révolution iranienne et la guerre Iran-Irak, d'une part, et la hausse de la demande mondiale, d'autre part, étaient les principales causes du déclenchement de cette crise.

l'excédent de la balance courante sur la période qui s'étale de 1986 jusqu'à 1989, les autorités ont adopté des mesures graduelles en ce qui concerne la libéralisation. De ce fait, les restrictions imposées sur les transactions courantes internationales ont été assouplies en acceptant l'article VIII²⁴ du FMI en 1988. Alternativement, les sorties des capitaux ont été autorisées pour les investissements directs, l'acquisition de biens immobiliers et les investissements de portefeuille effectués par les investisseurs institutionnels. Toutefois, les barrières sur les entrées de capitaux ont été maintenues par la banque centrale coréenne afin de réduire les emprunts extérieurs et plus particulièrement les crédits étrangers aux banques nationales. Cela se manifeste par les restrictions imposées sur les quantités de devises détenues par le secteur bancaire.

A partir de 1989, le compte courant a connu une dégradation reflétant ainsi la fragilité de la situation budgétaire, l'appréciation du taux de change réel et la hausse de l'inflation. Pour faire face à ces circonstances, les autorités ont réagi en encourageant les entrées de capitaux. Dans ce cadre, les restrictions mises en place auparavant pour réduire les entrées de capitaux ont été assouplies permettant donc aux banques off shore d'accroître leurs fonds off shore, et les limites sur la détention de devises ont été soulevées permettant aux banques domestiques d'acquérir des ressources extérieures. De plus, les autorités ont encouragé les entrées des investissements directs étrangers à travers la suppression des plafonds sur les montants d'IDE et en offrant des incitations fiscales. Cependant, l'augmentation des coûts de main-d'œuvre a favorisé les sorties de ce type de flux. Ainsi, la Corée de Sud a libéralisé les entrées de flux à court terme. Au cours de la période qui s'étale de 1988 à 1996, plusieurs décisions ont été prises pour renforcer le marché de change et le marché boursier. Ces mesures ont notamment abouti à la libéralisation des investissements de portefeuille en 1990. En outre, le processus de libéralisation des taux d'intérêt a commencé en 1988, et s'est progressivement accéléré en 1993. Ainsi, les taux d'intérêt sur les dépôts ont été libéralisés en 1994, suivis par la libéralisation des dépôts à court terme en 1995.

En ce qui concerne les entrées des capitaux, les afflux des investissements de portefeuille ont considérablement augmenté (les investissements étrangers dans le marché des actions domestiques ont atteint 20% en 1996 contre 10% en 1992) traduisant ainsi la libéralisation partielle de la Bourse aux investisseurs étrangers. Toutefois, les entrées d'IDE étaient

²⁴ Les États membres du FMI sont dans l'obligation de rendre leur monnaie convertible, c'est-à-dire d'éviter les barrières sur « les paiements et transferts effectués à l'occasion d'opérations internationales courantes ». Les membres peuvent toutefois maintenir des restrictions sur les paiements ou les changes afin d'éviter le blanchissement d'argent et la fraude fiscale.

insignifiantes jusqu'à 1997 suite aux exigences imposées par la réglementation coréenne sur les secteurs d'activité²⁵. Par ailleurs, la monnaie nationale était non convertible puisque les résidents n'avaient pas le droit d'acquérir des valeurs mobilières à l'étranger, ni même de détenir des devises. A partir de novembre 1997, la bande de flottement a été élargie pour +/- 10% et au mois de décembre, le gouvernement coréen a instauré le libre flottement du won. Cette libéralisation n'a pas empêché les autorités monétaires d'intervenir sur le marché de change pour ajuster d'une manière régulière l'offre et la demande de devise.

La Corée a libéralisé les flux à court terme avant les flux à long terme, ce qui a favorisé un excès d'emprunts extérieurs à court terme et exposé l'économie à des chocs externes. En effet, la banque de la Corée a encouragé la politique de financement du marché domestique via des crédits bancaires étrangers. Comme résultat de cette stratégie, la dette extérieure de la Corée du Sud s'est développée, entraînant ainsi (i) une crise de liquidité en 1997 puisque les chaebols²⁶ n'ont pas pu faire face à leurs engagements financiers, (ii) une fuite des capitaux car les investisseurs étrangers n'ont plus confiance dans les obligations et les actifs coréens et (iii) une dévaluation du won. C'est là une leçon essentielle à retenir : les pays qui veulent réussir le processus d'ouverture du compte capital doivent veiller à ce que les flux à long terme soient libéralisés avant les capitaux à court terme.

À la différence des pays du Sud-est asiatique, la Chine n'a pas subi les retombées de la crise de 1997. De plus, ce pays a été relativement épargné des perturbations financières survenues lors de la crise des subprimes. Ainsi, il sera intéressant de suivre les différentes mesures prises par la Chine afin de libéraliser les flux de capitaux.

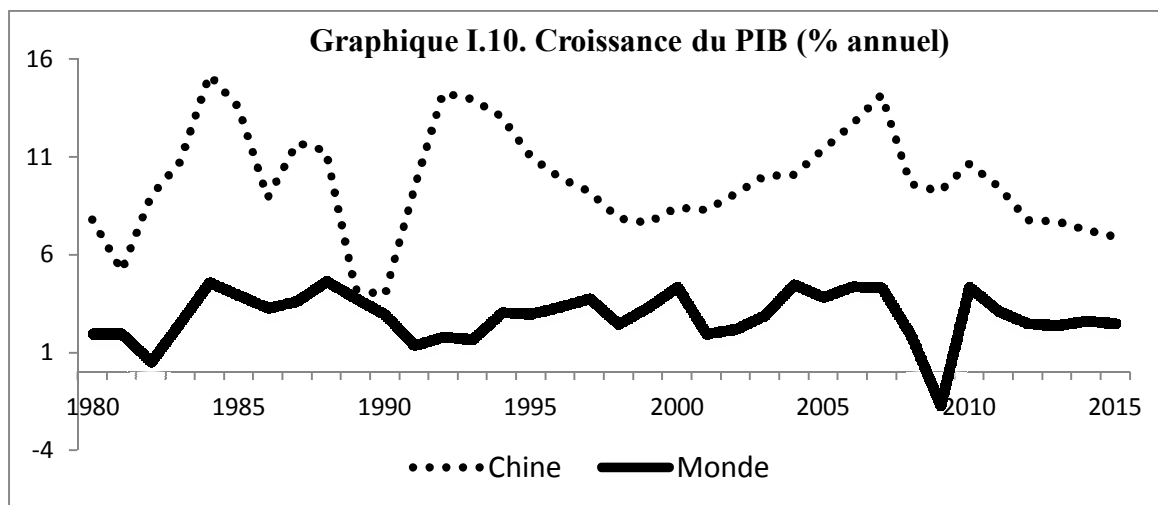
IV.3. L'expérience de la Chine

La puissance économique de la Chine ne cesse de se renforcer depuis les années quatre-vingts. En effet, comme le montre le graphique 10, la croissance du produit intérieur brut de la Chine est de 9,74% en moyenne entre 1980 et 2015, alors qu'elle est de 2,86% pour tous les pays du monde. Pour bien comprendre ce boom chinois des vingt dernières années, il faut se focaliser sur les agrégats économiques fondamentaux de cette nation. Dans ce cadre, l'augmentation des exportations a permis une hausse rapide des excédents commerciaux. En

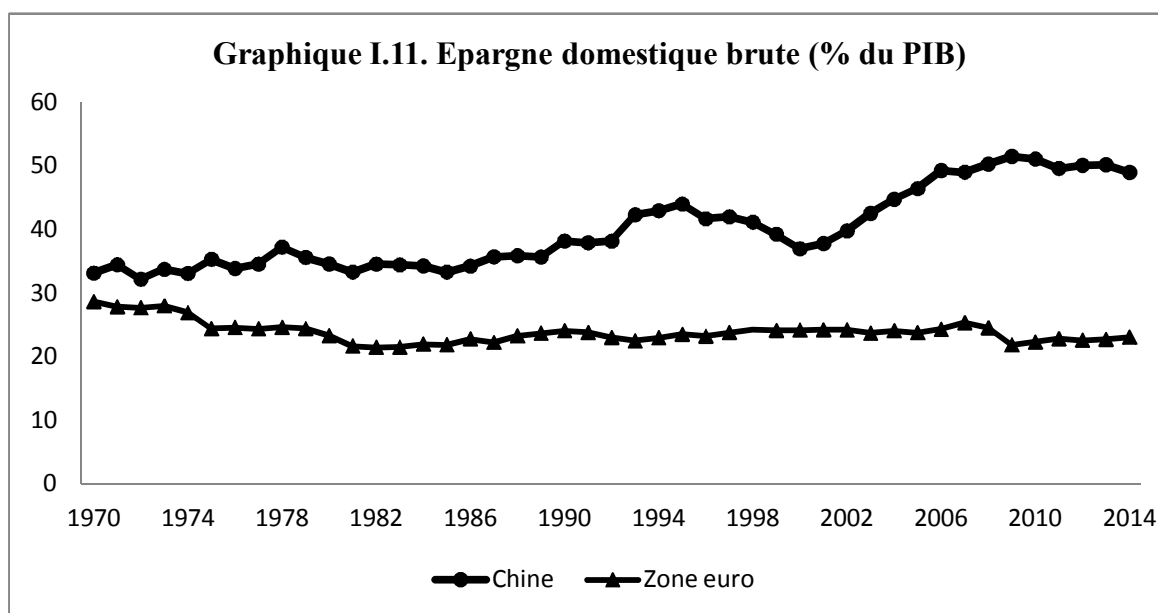
²⁵ [Noland, M. \(2007\)](#). South Korea's experience with international capital flows. In *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences* (pp. 481-528). University of Chicago Press.

²⁶ Les chaebols sont des ensembles d'entreprises, de domaines variés, entretenant entre elles des participations croisées.

outre, le déficit budgétaire et la dette publique par rapport au PIB ont diminué. Les réserves officielles de change, quant à eux, ont évolué, permettant ainsi à la Chine de se prémunir contre les sorties de capitaux étrangers.



Source : Auteur à partir de la Banque Mondiale, World Development Indicators



Source : Auteur à partir de la Banque Mondiale, World Development Indicators

Par ailleurs, la croissance chinoise est due en grande partie à l'épargne. En effet, ce pays d'Asie Orientale a enregistré des taux d'épargne remarquables, de l'ordre de 39,45% (soit plus d'un tiers) du PIB entre 1970 et 2014; contre 23,85% pour les pays de la zone euro (cf. [graphique 11](#)). Cette masse importante d'épargne domestique permet de financer les investissements, ce qui va encourager la création des entreprises et la relance de l'activité économique. Toutefois, certains chercheurs, comme [Woo et Jacquet \(2003\)](#), considèrent que

l'augmentation de l'épargne n'était rien d'autre qu'une solution au sous-développement du système financier. D'après ces auteurs, le taux d'épargne chinois est considérable à cause de la déficience de l'intermédiation bancaire. En effet, les entreprises privées vont privilégier l'autofinancement de leurs dépenses d'équipement afin de minimiser les coûts d'investissement.

Les flux de capitaux

La Chine a opté pour une politique prudente et graduelle en matière de libéralisation financière. En effet, depuis les réformes entamées en 1978²⁷, le gouvernement chinois a mis en place des politiques favorables aux investisseurs étrangers. Ces derniers pouvaient bénéficier d'une réduction d'impôt et des taux de rendement attractifs. Ainsi, les entrées des capitaux vers la Chine étaient généralement dominées par les IDE. Le caractère stable de ces flux a permis l'accès aux marchés internationaux de capitaux, le transfert technologique, et la valorisation du capital humain.

À la fin des années 1970 et au début des années 1980, le gouvernement chinois a mis en place des zones économiques spéciales « ZES », qui offraient non seulement des avantages fiscaux et juridiques mais aussi une main-d'œuvre abondante et bon marché, et des terrains à prix raisonnable avec un emplacement géographique stratégique (des villes côtières). La première ZES est celle de Shenzhen, qui a été créée en 1979. Cette ville, située en bordure de Hong Kong et dans le sud du pays, est devenue un lieu d'expérimentation de la politique d'ouverture aux investissements étrangers. Suite à la réussite de la stratégie de la porte ouverte à Shenzhen, d'autres ZES ont vu le jour en 1980. C'est le cas notamment de Shantou, Zhuhai et Xiamen²⁸. En 1984, quatorze autres villes côtières étaient accessibles aux investisseurs étrangers à savoir : Dalian, Qinhuangdao, Tianjin, Yantai, Qingdao, Lianyungang, Nantong, Shanghai, Ningbo, Wenzhou, Fuzhou, Guangzhou, Zhanjiang et Beihai. La création de ces ZES, à proximité des côtes, a favorisé le développement des infrastructures et l'ouverture commerciale (l'importation de matières premières et l'exportation de produits finis).

Outre les zones économiques spéciales mises en place pour encourager les investissements étrangers, les autorités chinoises ont accordé un traitement fiscal favorable et généreux aux entreprises internationales, à partir des années 1990. En effet, les entreprises à capitaux

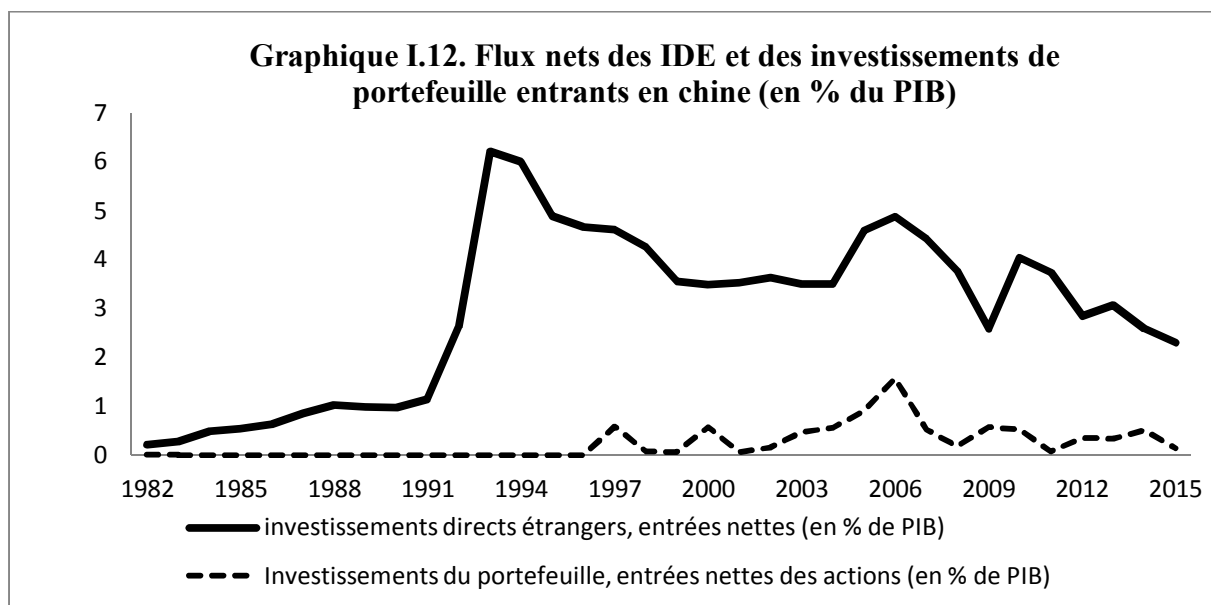
²⁷ Avant les réformes de 1978, l'Etat monopolise et contrôle toutes les transactions financières et monétaires de l'économie.

²⁸ Zeng, D. Z. (Editor). (2010). Building engines for growth and competitiveness in China: Experience with special economic zones and industrial clusters. World Bank Publications.

étrangers sont exonérées de l'impôt sur le bénéfice durant deux ans. Au cours des années suivantes, les sociétés étrangères sont soumises à un taux d'imposition de 10% sur leurs revenus, bien inférieur aux 33% versés par les sociétés domestiques²⁹.

Par ailleurs, la Chine a encouragé la répartition sectorielle des IDE. En 1986, les autorités chinoises ont promulgué une loi qui différencie les investissements productifs (plus d'avantages pour les entreprises étrangères) des non productifs (moins d'avantages). Cette distinction avait pour but de privilégier les projets d'investissements orientés vers l'exportation, à savoir l'activité industrielle, et la haute technologie tels que les transports, les télécommunications, l'énergie et les matériaux de construction (Lemoine, 2000). En décembre 2001, la Chine a intégré l'Organisation mondiale du commerce (OMC), permettant ainsi aux firmes multinationales d'accéder à des investissements non limités aux régions côtières et aux secteurs jugés prioritaires.

Concernant les investissements de la Chine sur le plan international, le gouvernement a encouragé les grandes firmes domestiques à s'implanter à l'étranger. Ainsi, vers la fin des années 1990, le reflux des IDE a pris de l'ampleur, grâce notamment à l'assouplissement des conditions sur les sorties de capitaux. À titre d'exemple, la Chine a créé des zones économiques spéciales en Afrique, précisément à l'île Maurice, au Nigeria, en Zambie, en Égypte, et en Éthiopie. En 2006, ces ZES se sont étendues aux autres continents.



Source : Auteur à partir de la Banque Mondiale, World Development Indicators

²⁹ Prasad, E., & Wei, S. J. (2005). The Chinese approach to capital inflows: patterns and possible explanations. International Monetary Fund Working Paper No. 79.

La composition des flux de capitaux chinois est caractérisée par des restrictions sur les investissements de portefeuilles. En effet, la Chine a tiré les leçons des crises financières asiatiques en ouvrant, d'une manière sélective, son marché de capitaux. Dans ce cadre, le graphique 12 montre clairement que les IDE entrants en Chine avaient crû beaucoup plus vite que les flux de portefeuille. Ces derniers n'ont réellement décollé qu'à partir de 1996. Le ratio des IDE par rapport au PIB a atteint un pic de 6,2% en 1993 contre 1,6% seulement pour les investissements de portefeuille en 2006.

La Shanghai Stock Exchange et la Shenzhen Stock Exchange ont été créées en 1990 afin de mobiliser l'épargne nationale et d'attirer les capitaux étrangers. Alternativement, l'autorité nationale a mis en place une commission responsable de la surveillance et la réglementation des valeurs mobilières, connue sous le nom de China Securities Regulatory Commission (CSRC). Ces réformes du marché boursier ont permis aux agents économiques d'acquérir des actions chinoises selon trois principaux canaux à savoir les actions de type A, B et H. Les actions A, libellées en yuans, sont réservées aux chinois résidents. Elles sont différentes des actions B qui sont, elles, libellées en dollars des Etats-Unis à Shanghai ou en dollars de Hong Kong à Shenzhen, et sont réservées aux investisseurs étrangers à partir de 1992³⁰.

Tableau I.6. Les actions émises par les firmes chinoises

Organisation du capital social	Devises d'inscription	Investisseurs admissibles	Bourse
Actions A	Renminbi	Les chinois résidents et les fonds étrangers sélectionnés	Shanghai Shenzhen
Actions B	Dollars des Etats-Unis à Shanghai ou dollars de Hong Kong à Shenzhen	Les chinois et les Investisseurs étrangers	Shanghai Shenzhen
Actions H, N, L et S	Plusieurs devises	Investisseurs étrangers	Hong Kong New York Londres Singapour

Source : Auteur à partir de OCDE (2002), La Chine dans l'économie mondiale – Les enjeux de politique économique intérieure, OCDE, Paris, page 501.

³⁰ En 1994, les autorités chinoises ont autorisé l'acquisition des actions de type A par des investisseurs institutionnels étrangers choisis. Parallèlement, les chinois résidents à l'étranger pouvaient désormais acheter les actions de type B. En février 2001, la CSRC a supprimé les restrictions imposées aux investisseurs locaux en matière d'acquisition d'actions de type B.

En 1993, la Chine et Hong Kong ont signé un mémorandum de coopération qui permet à certaines entreprises chinoises d'introduire des actions, dites « H », au Stock Exchange de Hong Kong (SEHK)³¹. Les firmes chinoises ont également des actions cotées sur d'autres Bourses à savoir les actions de type N, L et S faisant références à la place de New York, Londres et Singapour, respectivement. Ces actions ont contribué à l'augmentation du capital des sociétés domestiques en attirant les capitaux étrangers et en évitant les exigences, en matière de réglementation, imposées sur le marché d'actions B. Ainsi, s'y trouvent plusieurs firmes chinoises inscrites à des Bourses étrangères telles que China National Offshore Oil Corporation, Air China et China Mobile.

Afin de vérifier la faiblesse des investissements de portefeuille en Chine, nous allons comparer la taille du marché d'actions A (généralement destiné aux résidents chinois) à celui de B (souvent destiné aux investisseurs étrangers). Le tableau 7 montre que le marché des titres B est très restreint. En effet, ce marché ne représente que 63,5 Milliards de Renminbi en 2000 contre 4809,1 Milliards de Renminbi pour le marché des actions A. En conséquence, les Bourses intérieures chinoises restent relativement limitées et fermées aux investisseurs étrangers. La question qui se pose désormais est de savoir si les prêts étrangers sont soumis à des restrictions.

Tableau I.7. Capitalisation totale du marché sur les Bourses de Shanghai et Shenzhen, 1994-2000, Milliards de RMB

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Actions de type A	351,6	331,1	944,9	1715,4	1929,9	2616,8	4745,6
Actions de type B	17,5	16,4	39,4	37,5	20,6	30,4	63,5
Total	369,1	347,4	984,2	1752,9	1950,6	2647,1	4809,1

Source : OCDE (2003), Examens de l'OCDE des politiques de l'investissement, Chine : Progrès et enjeux de la réforme, Paris, page 106

La Chine a imposé des restrictions sur les prêts étrangers en adoptant, en 1997, une loi sur la gestion de change (The Law of the PRC on Foreign Exchange Administration). Cette loi avait pour but de limiter les entrées de capitaux volatiles et, en particulier, les crédits internationaux de court terme. Ainsi, tous les prêts sont administrés en fonction de la circulation des devises dans le pays. De plus, le non-respect des critères d'éligibilité et de gestion, établis par l'Administration centrale des changes (The State Administration of Foreign Exchange SAFE),

³¹ Gay, P. (1997). Les marchés d'actions chinois. Revue d'Économie Financière, 44(6), 207-223.

entraînera une responsabilité légale des firmes nationales jouissant d'un financement de l'étranger. En outre, le droit d'émettre des obligations à l'étranger est désormais accessible aux sociétés privées sélectionnées, alors qu'auparavant, ce droit était réservé uniquement aux autorités chinoises et à certaines institutions financières. Dans ce cadre, la société indépendante Zhuhai Highway Coa était la première firme domestique à obtenir, en 1996, un emprunt sur le marché international pour financer les routes de la ville de Zhuhai³².

Toutefois, malgré le développement important des marchés de capitaux, il existe encore des barrières considérables qui empêchent les investisseurs étrangers d'accéder au marché obligataire chinois.

Le régime de Change

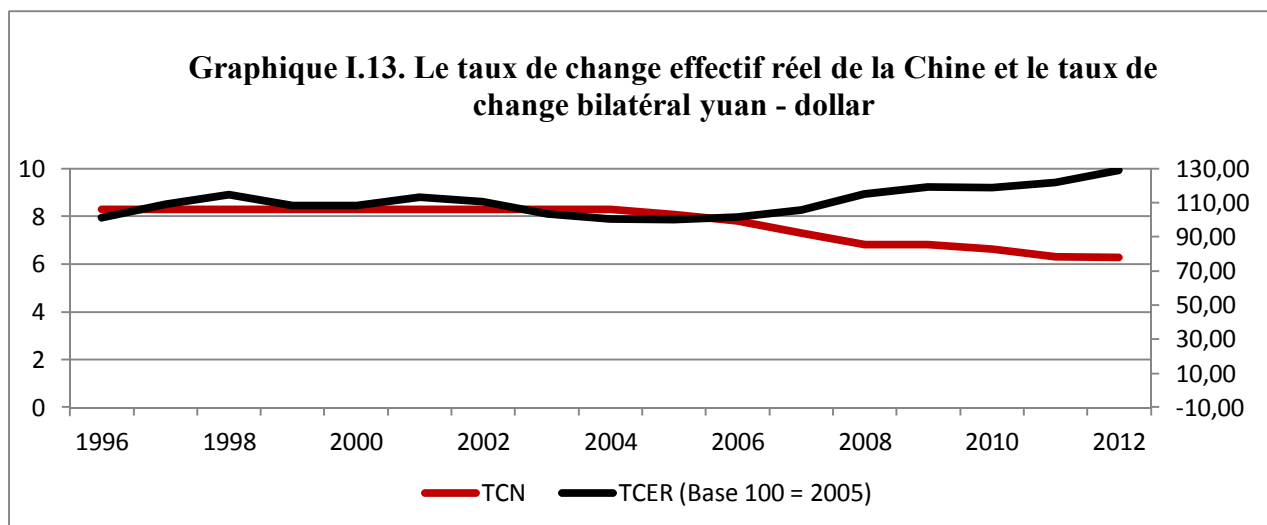
Le régime de change chinois était conditionné par une politique d'ouverture prudente et graduelle. Pendant les années 90, la Chine a opté pour une stratégie visant à limiter les flux de capitaux, ce qui lui a permis de préserver son autonomie monétaire malgré l'ancrage de sa monnaie sur le dollar³³. Dans ce cadre, les autorités monétaires ont maintenu la stabilité du taux de change du yuan par rapport au dollar au niveau de 8.27 yuans contre 1 dollar, avec une marge de fluctuation très étroite (+/- 0,18 %), pour la période qui s'étale de 1996 à 2005 (cf. [graphique 13](#)). Toutefois, la fixité du yuan a fait l'objet de plusieurs critiques de la part des partenaires commerciaux de la Chine, et essentiellement des États-Unis. Ces critiques portaient sur la sur-compétitivité des exportations chinoises et l'aggravation des déséquilibres courants internationaux. Pour faire face à ces pressions et éviter des sanctions américaines, la Chine a adopté des réformes en 2005. Premièrement, le taux de change du yuan/dollar sera autorisé à fluctuer dans une bande de $\pm 0,3\%$ autour de la nouvelle parité, cela implique le passage d'un régime de change fixe à un régime de change flottant administré. Deuxièmement, le yuan sera déterminé à partir d'un panier de 11 devises étrangères³⁴ (le dollar, l'euro, le yen, le won sud-coréen, la livre sterling, le dollar australien, le dollar canadien, le rouble russe, le baht thaïlandais, le dollar singapourien et le ringgit malaisien). Enfin, le taux de change du renminbi par rapport aux devises, autres que le dollar, sera

³² Wang, Y., & Du, C. F. (1997). La mobilisation des capitaux internationaux pour le financement des infrastructures dans les pays émergents asiatiques. L'exemple de la Chine. *Revue économique*, 321-344.

³³ Bénassy-Quéré, A., Lahrière-Révil, A., & Lemoine, F. (2004). Changement et continuité: le régime de change de la Chine. *Politique étrangère*, 69(2), 285-297.

³⁴ Le poids de chaque devise dans le panier est calculé en fonction de l'intensité des échanges commerciaux, ainsi que l'ampleur des transactions financières entre la Chine et le reste du Monde.

autorisé à fluctuer dans une bande de $\pm 3\%$ au lieu de $\pm 1,5\%$. Ces différentes mesures se sont traduites par une appréciation du yuan qui a atteint 6.29 yuan pour 1 dollar en 2012.



Source : Auteur à partir d'international financial statistics (IFS)

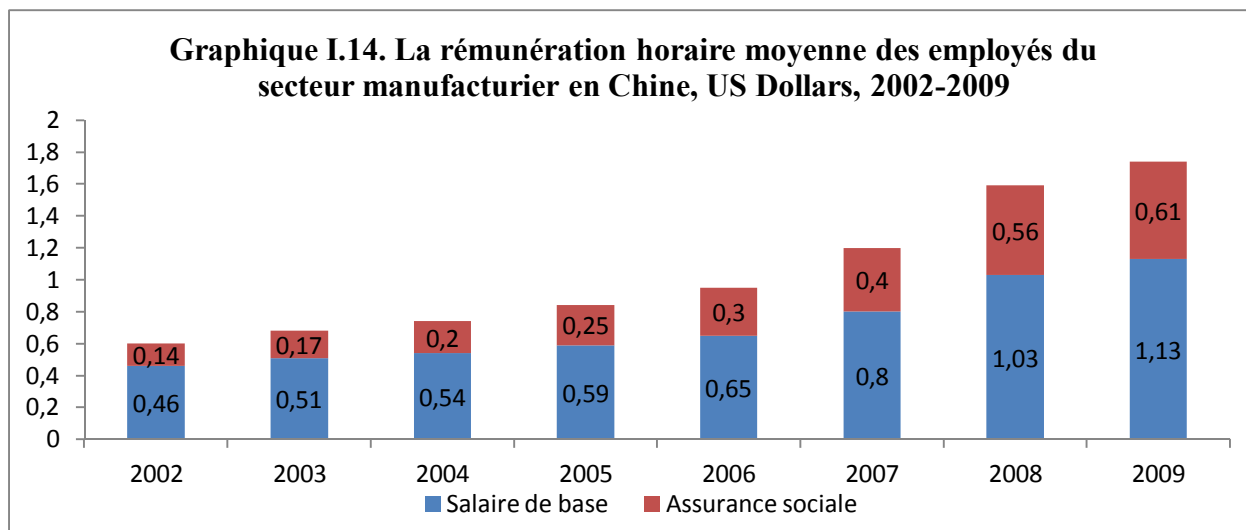
Note: l'axe de droite est relatif au taux de change effectif réel (TCER) ; et celui de gauche au taux de change nominal (TCN).

Le taux de change nominal ne permet pas d'estimer le pouvoir d'achat d'une monnaie. En effet, ce taux ne prend pas en compte l'évolution des prix locaux et étrangers et, par conséquent, ne présente pas un indicateur de la compétitivité d'une économie. C'est pour cette raison que nous avons choisi d'étudier le taux de change effectif réel³⁵ qui sert à comparer la compétitivité de la Chine par rapport au reste du monde. Le graphique 13 montre que le TCER est resté relativement stable entre 1996 et 2005. En effet, l'ancrage nominal du taux de change (vis-à-vis du dollar) a réduit les fluctuations réelles du yuan. Ce dernier a subi particulièrement les fluctuations du dollar, à savoir l'appréciation jusqu'en 2001 ; ensuite, la dépréciation entre 2001 et 2004³⁶.

À partir de 2005, le TCER de la Chine s'est apprécié suite à la hausse des coûts salariaux unitaires et l'appréciation nominale du taux de change. Dans ce contexte, le graphique 14 illustre l'évolution importante de la rémunération horaire moyenne des employés du secteur manufacturier, qui est passée de 0,6 dollar par heure en 2002 à 1,74 en 2009.

³⁵ Le taux de change effectif réel est utilisé pour apprécier l'évolution réelle de la valeur de la monnaie nationale. Le TCER est la moyenne des TCR bilatéraux entre le pays et chacun de ses partenaires commerciaux, pondérée par les parts de marché respectives de chaque partenaire.

³⁶ Bouveret, A., Mestiri, S., & Sterdyniak, H. (2006). La valeur du yuan. Les paradoxes du taux de change d'équilibre. Revue de l'OFCE, (98), 77-127.



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics, International Labor Comparisons

En résumé, la Chine a encouragé la libéralisation des flux de capitaux susceptibles d'accroître la croissance économique et d'apporter le savoir-faire technologique. Ainsi, ce pays a choisi de libéraliser les investissements directs étrangers. Cependant, les flux de capitaux volatils (à savoir les investissements de portefeuille et la dette étrangère) ont été soumis à des restrictions telles que l'obtention des autorisations délivrées par les autorités chinoises et l'instauration de quotas sur les prêts étrangers. Ces mesures avaient pour objectif de limiter l'inflation et d'éviter les opérations de spéculation.

Conclusion

Les Pères fondateurs de la notion de la libéralisation financière sont [McKinnon](#) et [Shaw](#). Ces derniers ont préconisé la mise en place d'une politique de libéralisation des marchés financiers et le renoncement à la répression financière, caractérisée par l'intervention de l'Etat en matière des taux d'intérêt, des réserves obligatoires, des crédits, des flux de capitaux et de taux de change. D'après ces chercheurs, la répression financière présente un obstacle au développement économique, surtout pour les pays en voie de développement. Libéraliser le système financier était par conséquent le mot d'ordre pour l'accumulation de l'épargne (par une augmentation des taux d'intérêt réels servis sur les dépôts). Cela devait permettre d'améliorer l'intermédiation bancaire et de faciliter l'accès au financement pour les emprunteurs, ce qui se traduit par un accroissement de l'investissement et donc par une accélération de la croissance économique. Dans ce cadre, [Kapur \(1976\)](#), [Vogel et Buser \(1976\)](#), [Galbis \(1977\)](#), [Mathieson \(1979\)](#) et [Roubini et Sala-i-Martin \(1992\)](#) affirment qu'un système financier libéralisé stimule positivement la croissance économique.

Cependant, le déclenchement des crises financière, notamment en Amérique Latine à la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt, relance le débat sur les effets de la libéralisation financière. Ainsi, ce courant de pensée a été critiqué par : (i) les Néo-structuralistes [Van Wijnbergen (1983) et Taylor (1983)] qui montrent que l'augmentation des taux d'intérêt peut décourager l'investissement à travers le déplacement des actifs financiers du secteur informel vers le secteur formel, (ii) les Post-keynésiens [Burkett et Dutt, 1991] qui indiquent que la déréglementation des taux d'intérêt est à l'origine de la baisse de la demande effective, ce qui entraîne la diminution de l'investissement et par conséquent de la croissance économique, et (iii) Stiglitz et Weiss (1981) qui trouvent que la libéralisation des taux d'intérêt, dans un environnement caractérisé par les imperfections du marché et l'asymétrie d'information, peut conduire à un rationnement du crédit. En outre, McKinnon et Shaw tiennent seulement compte de l'effet de substitution et négligent l'effet de revenu.

Ce débat théorique, sur les implications de la libéralisation financière, a fait ressortir l'importance du gradualisme dans le processus de libéralisation. Ainsi, nous avons étudié, dans un premier temps, les conditions primitives de la réussite de cette politique à savoir la stabilité macroéconomique (la stabilisation des prix, la réduction du déficit budgétaire), et la réglementation prudentielle et la supervision bancaire (le contrôle des institutions financières). Dans un deuxième temps, nous avons énoncé l'ordre d'adoption des réformes financières. Dans ce contexte, la libéralisation interne doit précéder la libéralisation externe. La libéralisation des flux de capitaux, quant à elle, présente la phase ultime du processus de la libéralisation financière.

En ce qui concerne les flux de capitaux, les investissements directs étrangers favorisent la croissance économique, à travers leur impact positif sur le commerce extérieur, le transfert de technologie, le capital humain, la concurrence et le développement des entreprises. De ce fait, Levine (2001) recommande la libéralisation des IDE avant les autres flux de capitaux. Contrairement aux IDE qui se caractérisent par leur stabilité, les investissements de portefeuille sont des flux volatils, qui peuvent être à l'origine des crises de change et du krach boursier. Par ailleurs, l'état des lieux des flux de capitaux privés vers les pays en développement montre que ces derniers ont connu une baisse importante après la crise des subprimes en 2007. Cela implique que la crise financière s'est propagée à travers les mouvements de capitaux reflétant ainsi une récession quasi généralisée dans le monde.

Les expériences des pays, en matière de la libéralisation du compte capital, nous renseignent sur la nécessité de surveiller et de gérer scrupuleusement les entrées de capitaux et leurs perturbations éventuelles. Ainsi, le Chili a subi les retombées de la crise financière en 1982. L'explosion de la dette extérieure imputable au secteur privé (à travers les emprunts des banques et des sociétés chiliennes à l'étranger), couplée à une sortie massive des capitaux étaient à l'origine de la récession économique dans ce pays. Dès lors, les autorités monétaires ont décidé d'entamer des réformes moyennant l'imposition de taux différentiels par type de capitaux, ce qui a permis de mieux contrôler les entrées de capitaux, et plus précisément les flux financiers à court terme. Comme beaucoup de pays de la région, la Corée de Sud n'a pas été épargnée par la crise financière qui a sévi en 1997. Cette crise est survenue à la suite de l'accumulation des dettes à court terme libellées en devises étrangères. De ce fait, l'augmentation des flux volatils, l'affaiblissement de la balance courante et l'amplification des risques de surchauffe de l'économie se sont traduits par une perte de confiance de la part des investisseurs étrangers. Cela a provoqué la fuite des capitaux. Contrairement aux deux expériences précédentes, la Chine a su éviter les écueils des crises financières. En effet, la politique de libéralisation suivie par ce pays a conduit à une croissance soutenue ; malgré les nombreux doutes quant à la transition de la Chine vers une économie de marché. Cette réussite est due, d'une part, à une approche graduelle et séquentielle des réformes financières, et d'autre part, à la libéralisation sélective des flux de capitaux.

L'objectif de ce présent chapitre était, dans un premier temps, de présenter les fondements de la théorie de la libéralisation financière puis, dans un deuxième temps, d'étudier les concepts et expériences liés à la politique d'ouverture du compte capital. Quel est alors l'effet d'une telle politique sur la croissance économique et quel est le rôle de l'environnement institutionnel dans la détermination de la relation libéralisation du compte capital – croissance économique ? Nous tentons de répondre à ces questions dans le deuxième chapitre.

Chapitre 2:

Compte capital, qualité institutionnelle et croissance économique dans les pays de la région MENA: analyse par la méthode des moments généralisés

Introduction

L'intégration des économies en développement dans les marchés financiers internationaux, et plus précisément l'assouplissement des barrières aux mouvements de capitaux et l'adoption de la convertibilité totale des monnaies, sont les faits les plus marquants des deux dernières décennies. En effet, l'allègement, et quelques fois la suppression des contrôles sur les mouvements de capitaux, ont permis aux entreprises et aux particuliers d'accéder aux marchés des capitaux étrangers et d'augmenter les ressources disponibles pour investir. Ainsi, la libéralisation du compte capital dans les pays émergents est un enjeu primordial pour attirer l'épargne étrangère, diversifier le financement des balances des paiements, et moderniser les marchés financiers domestiques en augmentant leur rendement, efficacité et productivité.

Cependant, l'intégration financière expose l'économie à des turbulences des marchés de capitaux internationaux et à la volatilité du marché de change qui peut affecter les équilibres macroéconomiques et par suite stimule le déclenchement des crises de changes et des crises bancaires. Conséquemment, une ouverture financière non maîtrisée couplée à des choix de régimes de change inadaptés engendrera des effets néfastes sur la croissance économique à travers la volatilité des flux de capitaux, l'absence d'un cadre économique stable et l'accroissement du comportement spéculatif.

A l'heure actuelle, il est encore difficile de défendre intégralement l'idée selon laquelle les mouvements de capitaux bâtissent le moteur de croissance des pays en développement. En effet, la libéralisation des flux de capitaux n'est réussie que si la nation applique un programme vaste et cohérent de réformes économiques, financières et institutionnelles.

Dans ce cadre, les expériences vécues par les pays sont controversées et les effets de la libéralisation du compte capital sur la croissance restent mitigés. Donc, la libéralisation financière externe est une arme à double tranchant. D'un côté, elle est indispensable pour l'allocation optimale des ressources et l'amélioration du bien être collectif, d'un autre côté, elle est la cause essentielle du déclenchement des crises financières dans les pays émergents. Ainsi, [Grilli et Milesi-Ferretti \(1995\)](#) et [Rodrik \(1998\)](#) affirment qu'il n'existe pas une corrélation entre l'ouverture financière externe et la croissance économique. En revanche, [Quinn \(1997\)](#), [Arteta et al \(2001\)](#) et [Klein et Olivei \(2008\)](#) détectent une relation positive entre la libéralisation du compte capital et la croissance.

Toutefois, la majorité des chercheurs n'ont pas testé l'impact du terme d'interaction, entre les variables institutionnelles et les indices de la libéralisation des flux de capitaux, sur la croissance économique dans les pays de la région MENA (Middle East and North Africa). C'est dans ce cadre que s'inscrit notre présent chapitre qui aura pour but d'étudier la relation entre l'ouverture du compte capital et la croissance économique, en tenant compte des facteurs institutionnels.

Pour ce deuxième chapitre, nous avons jugé nécessaire de commencer, dans la première section, par la présentation des faits stylisés relatifs à la croissance, au développement institutionnel et à l'ouverture du compte capital dans les pays de la région MENA. Un survol de la littérature est effectué dans la deuxième section. La troisième section traite économétriquement, dans un premier temps, la relation entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique, et dans un deuxième temps, le rôle des institutions dans la détermination de cette dernière relation.

I. Faits stylisés

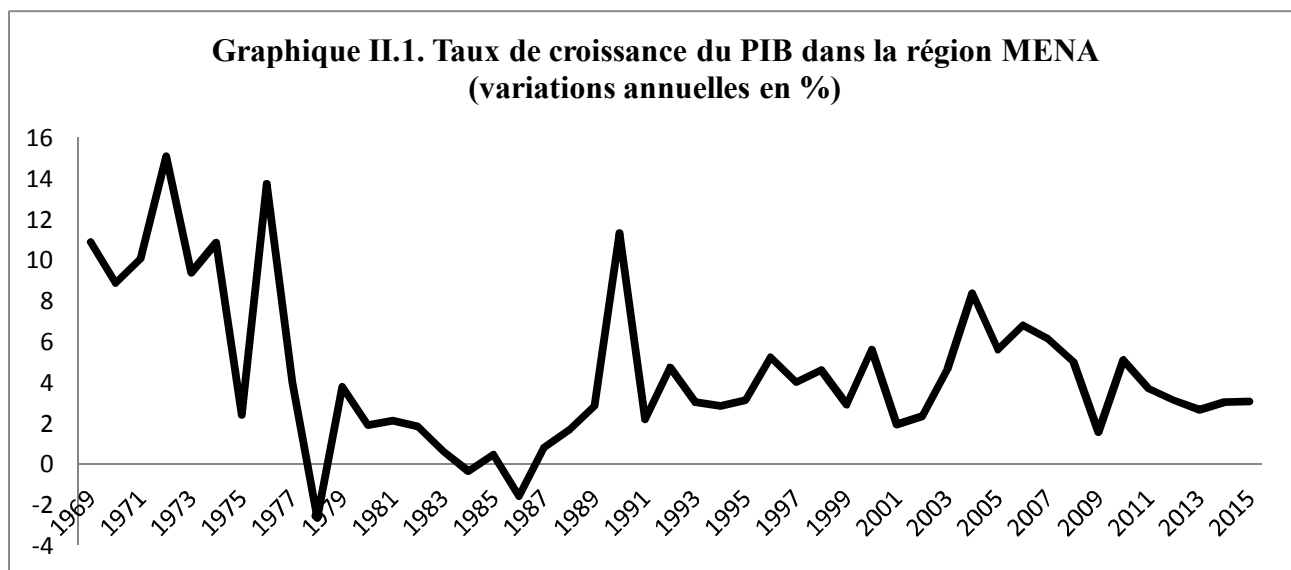
Les pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord désignent une région, qui s'étend depuis le Maroc au nord-ouest de l'Afrique jusqu'à l'Iran au sud-ouest de l'Asie. Cette région est importante pour l'économie mondiale, car elle détient 60% des réserves mondiales de pétrole. Malgré une grande variation des revenus par habitant, de la taille, de la structure économique et des circonstances géopolitiques, les pays de cette zone géographique partagent des questions et problèmes structurels communs.

I.1. Croissance économique : des perspectives encore mitigées

La forte instabilité est une caractéristique frappante de la croissance économique dans la région MENA. Comme le montre le graphique 1, le rythme de croissance de cette région a connu, durant les années 1970, une phase de croissance élevée. Toutefois, on assiste, depuis le début des années 1980, à un recul, qui est dû essentiellement à la baisse des prix du pétrole et à la récession mondiale affectant de nombreux pays développés comme les États-Unis et le Japon. Cette phase ne se redresse qu'à partir des années 1990, grâce notamment aux Plans d'Ajustement Structurels (PAS)³⁷ sous la direction des institutions financières internationales. Contrairement aux autres régions, à savoir l'Amérique Latine et les Caraïbes, l'Asie orientale

³⁷ Les réformes structurelles avaient pour objectif d'améliorer la trame des rapports entre l'Etat et le secteur privé, à travers la privatisation des sociétés et des banques publiques, l'ouverture commerciale, la révision des systèmes fiscaux et la libéralisation des flux financiers internationaux.

et le Pacifique qui ont enregistré des taux de croissance négatifs en 2009 ; la région MENA a été relativement épargnée par la crise des subprimes.

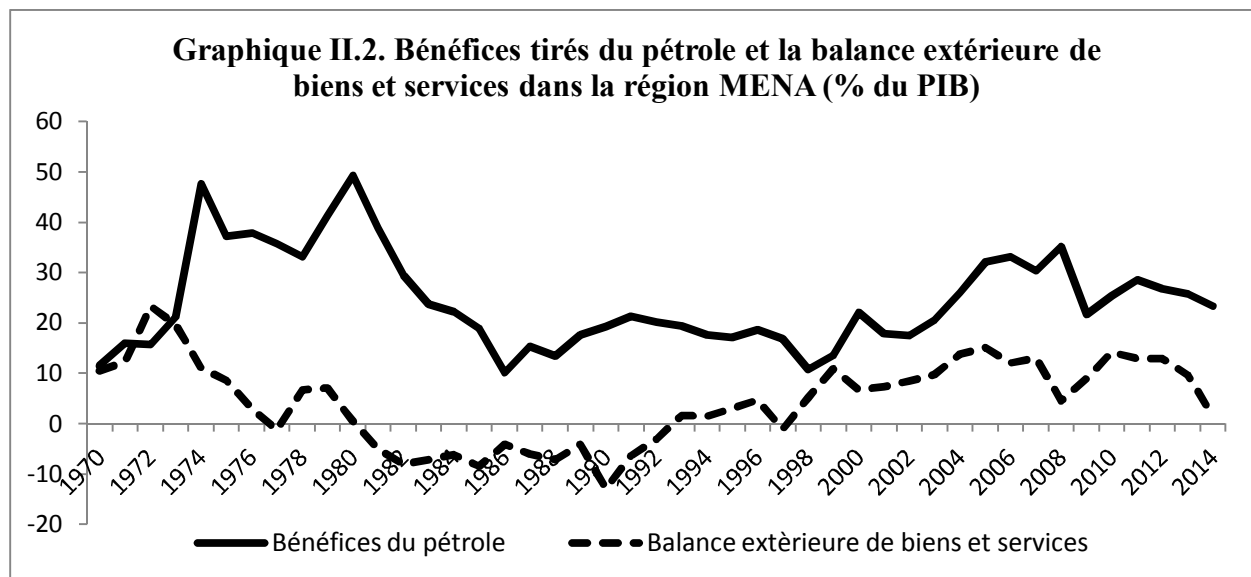


Source : Auteur à partir de la Banque Mondiale, World Development Indicators

Par ailleurs, les pays de MENA ont connu une baisse de la croissance économique à partir de 2011. Ce déclin est expliqué par l'éclatement de guerres civiles en Syrie, en Irak, en Libye et au Yémen, causant ainsi des dommages colossaux aux infrastructures et un ralentissement de la production de ressources naturelles. Alternativement, le Liban et la Jordanie (les pays voisins des zones de conflits) ont accueilli des nombres considérables de réfugiés, ce qui a conduit d'une part à une augmentation des dépenses dans les domaines de la santé et de l'éducation, et d'autre part, à la réduction du commerce régional. De plus, l'Algérie et les pays membres du Conseil de Coopération du Golfe Arabe (Bahreïn, Koweït, Oman, Qatar, Arabie Saoudite et Émirats Arabes Unis) ont subi les retombées de la récession, notamment la baisse des prix du pétrole (cf. [graphique 2](#)).

En résumé le taux de croissance dans les pays de la région MENA, sur la période qui s'étale de 1969 jusqu'à 2015, a été influencé par des chocs exogènes, notamment commercial. Sur le plan des exportations, les ressources naturelles constituent la principale source de revenu pour les pays pétroliers de la région. Les pays non pétroliers, quant à eux, exportent des produits primaires ou des biens manufacturés à faible contenu technologique tels que les vêtements, les chaussures et les textiles. De ce fait, la région MENA demeure la zone géographique du monde la plus exposée aux chocs des prix de produits de base. Sur le plan des importations,

cette région se distingue des autres par sa faible autonomie, en raison de sa dépendance aux importations de produits alimentaires.



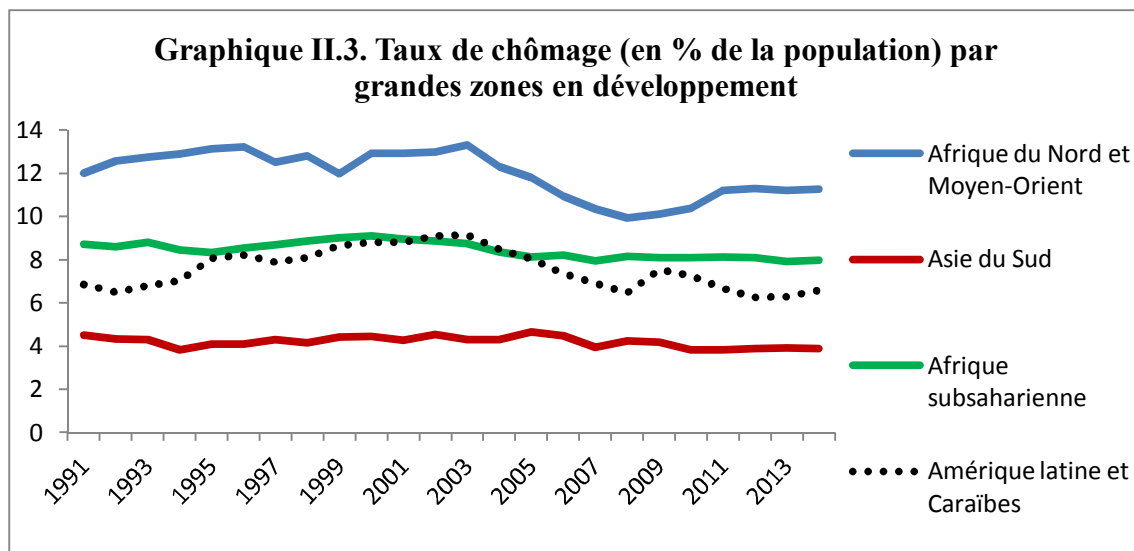
Source : Auteur à partir de la Banque Mondiale, World Development Indicators

I.1.1. Evolution du taux de chômage

Le graphique 3 montre que les taux de chômage enregistrés dans les pays de la région MENA dépassent largement ceux enregistrés dans d'autres zones en développement, à savoir l'Asie du Sud, l'Amérique Latine et Caraïbes, et l'Afrique subsaharienne. En effet, le chômage de la population active a atteint la barre des 12 %, en moyenne annuelle entre 1991 et 2014. Ainsi, le ralentissement de l'activité économique a entraîné une augmentation du chômage, depuis 2011. Cela peut être expliqué par la détérioration de la situation sécuritaire, la difficulté de l'approvisionnement en produits de base et l'aggravation des problèmes sociaux³⁸. Dans ce cadre, l'instabilité politique et économique, en Égypte, en Syrie et en Tunisie, a provoqué la fuite des flux de tourisme et d'investissement, ce qui a contribué à la fragilisation des positions extérieures et à la perte de plusieurs emplois.

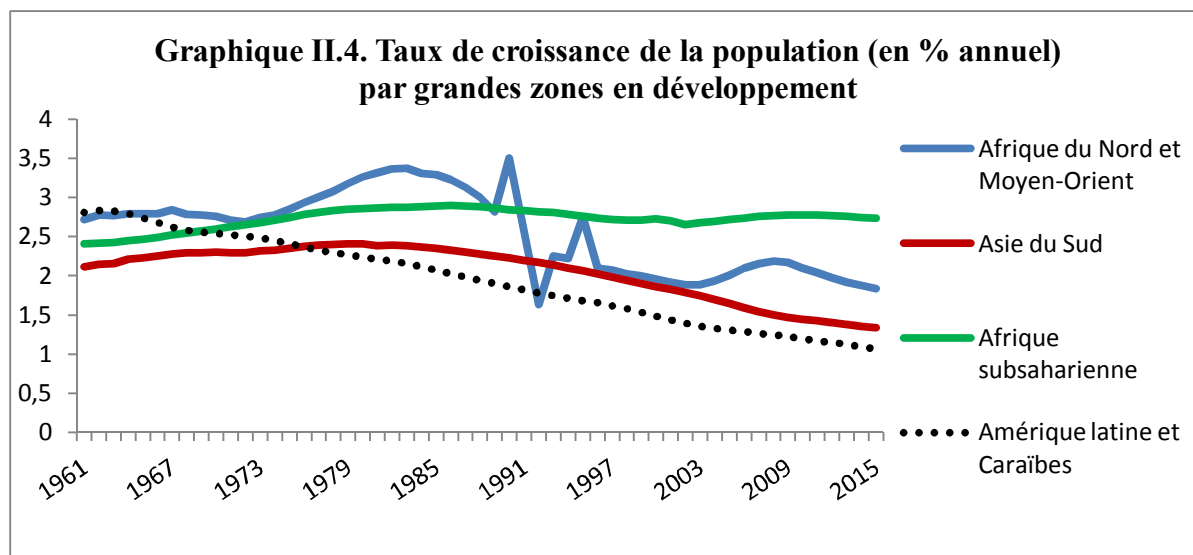
Par ailleurs, il est important de noter que le chômage n'est pas un phénomène récent et ne se limite pas à ces quatre dernières années. En effet, une analyse à plus long terme révèle l'ampleur du chômage, qui reste structurellement élevé dans la région MENA. Pour bien comprendre les causes de ce retard, il faut tenir compte de la spécificité de cette région.

³⁸ FMI, Perspectives économiques régionales: Moyen Orient et Asie Centrale, 2012 (Washington).



Source : Auteur à partir de la Banque Mondiale, World Development Indicators

Premièrement, les emplois du secteur public et privé sont rares (la production nationale ne génère pas assez de richesse pour promouvoir une offre à grande échelle d'emplois). Deuxièmement, l'importance des activités informelles explique le manque de débouchés professionnels. Dernièrement, la population des jeunes actifs, notamment urbains et diplômés, continue de progresser sur les marchés du travail.



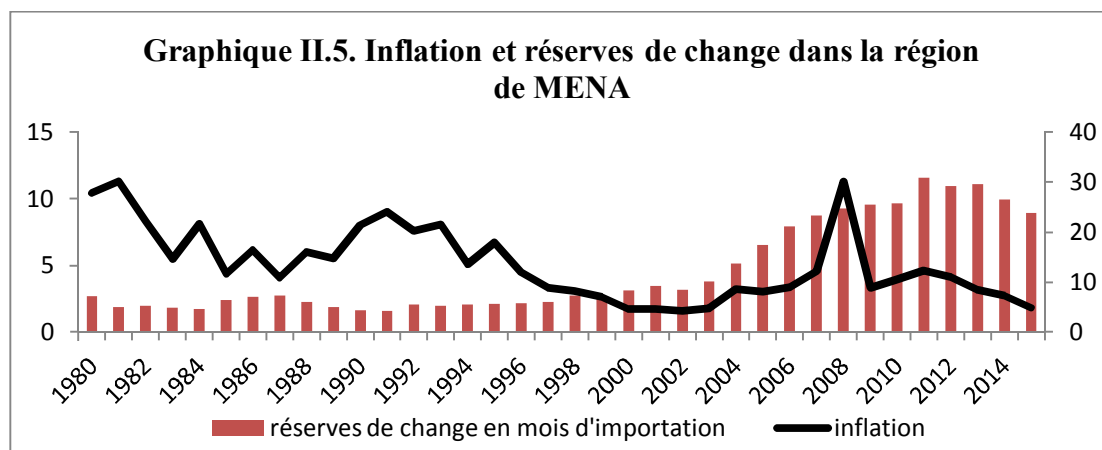
Source : Auteur à partir de la Banque Mondiale, World Development Indicators

Comme le montre le [graphique 4](#), la région MENA a connu une transition démographique lente par rapport à l'Amérique Latine et Caraïbes, et à l'Asie du Sud, mais légèrement en avance par rapport à celle de l'Afrique subsaharienne. Malgré la baisse de la croissance de la population qui est passée de 3,5% en 1990 à 1,84% en 2015, les effets ne se font pas sentir sur

le marché de travail, étant donné l'asymétrie de la structure des âges qui penche fortement du côté des moins de 20 ans.

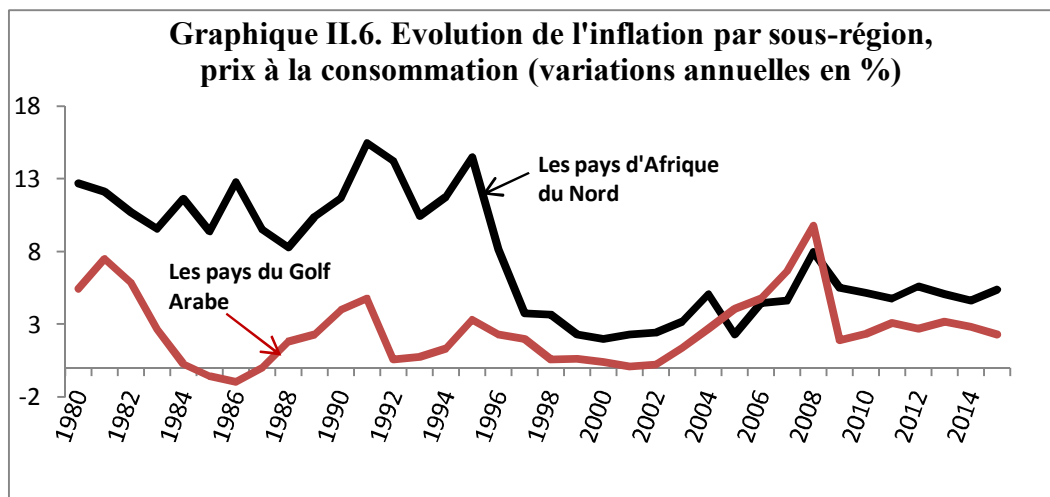
I.1.2. L'inflation dans la région MENA

Le taux d'inflation constitue un révélateur de la santé financière d'un pays. En effet, la hausse de l'inflation se manifeste par la diminution du pouvoir d'achat, l'augmentation des coûts de production et la dégradation de la compétitivité prix (les prix des produits domestiques sont plus chers que ceux fabriqués à l'étranger), ce qui entraîne des perturbations majeures sur la croissance économique. Ainsi, la théorie économique a longtemps considéré que l'évolution du niveau général des prix devrait être régulière mais modérée. L'évolution de l'inflation reste fortement tributaire des politiques monétaires propres à chaque pays. Cependant, elle a connu une progression similaire dans les pays de la région MENA (cf. graphique 6). Sur la période 1981-2000, l'inflation au niveau régional n'a cessé de reculer pour atteindre 1,73% en 2000, contre 11,27% en 1981 (cf. graphique 5). Toutefois, depuis 2001 et jusqu'en 2008, cette tendance baissière a été inversée. En effet, l'inflation a augmenté à l'échelle mondiale et la région MENA n'a pas été épargnée par les effets négatifs de la crise financière (un taux d'inflation à deux chiffres a été enregistré en 2008). A partir de 2009, le niveau général des prix à la consommation s'est redressé progressivement pour atteindre 1,84% en 2015. Cela s'explique par la baisse des coûts de l'énergie et des produits alimentaires.



Source : Auteur à partir de la Banque Mondiale, World Development Indicators
 Note: l'échelle de droite est relative aux réserves de change en mois d'importation ; et celle de gauche à l'inflation, prix à la consommation (variations annuelles en %). Les réserves internationales sont composées de positions d'or monétaire, de droits de tirage spéciaux, de réserves des membres du FMI détenues par le FMI et de positions de devises étrangères placées sous le contrôle des autorités monétaires³⁹.

³⁹ Définition de la Banque Mondiale.



Source : Auteur à partir de la Banque Mondiale, World Development Indicators

Note: les pays d'Afrique du Nord (Algérie, Égypte, Maroc et Tunisie) ; les pays du Golf Arabe (Arabie Saoudite, Bahreïn, Koweït et Qatar).

De même, les tensions inflationnistes se sont atténuées, essentiellement sous l'effet de la diminution de la demande globale et de l'appréciation limitée du taux de change effectif nominal due à la solidité du dollar américain. Par ailleurs, [le graphique 5](#) montre que les réserves de change⁴⁰ ont été reconstituées (les réserves de change équivalaient à 30,9 mois d'importations en 2011, soit le plus haut niveau enregistré au cours de la période 1980-2015).

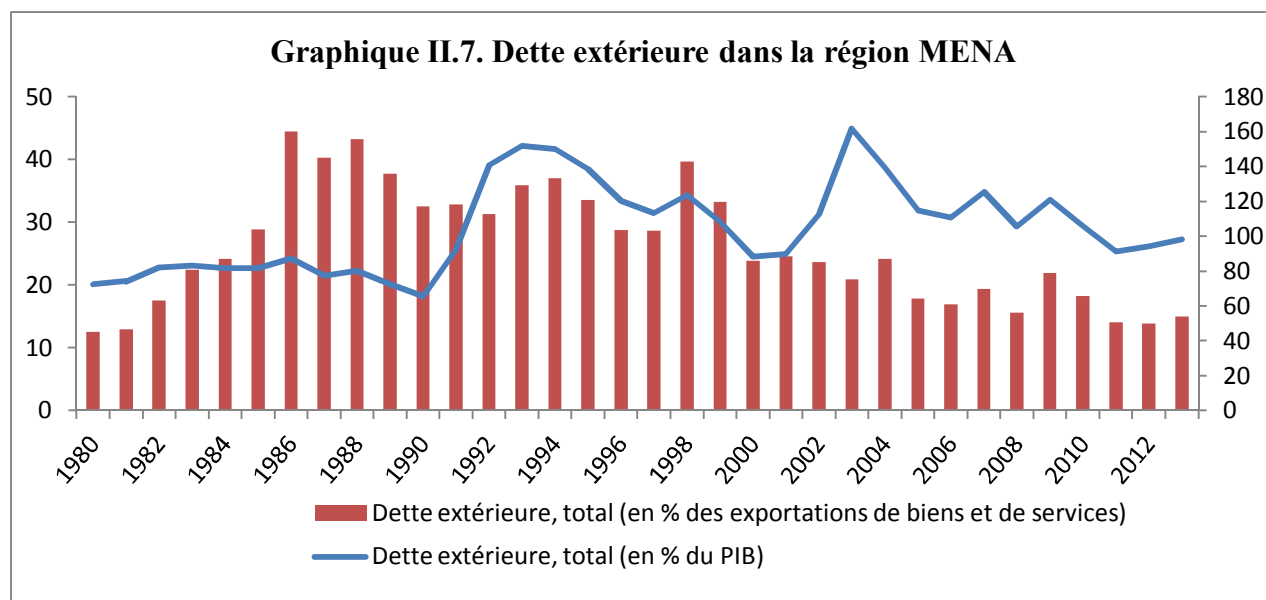
I.1.3. L'endettement des pays MENA

La dette extérieure est un indicateur important, qui reflète la santé de l'économie. Ainsi, un niveau élevé de dette se traduit par l'augmentation du risque pays et peut conduire à une crise financière. Les fluctuations des devises étrangères et de la monnaie locale, conjuguées à la nécessité de rembourser les montants considérables des intérêts et du principal de la dette, entravent la solvabilité et amplifient la vulnérabilité extérieure du pays.

Dans ce cadre, [le graphique 7](#) montre que le rapport de l'encours total de la dette aux exportations de biens et services (ratio dette/exportations) a enregistré une baisse, passant en moyenne annuelle de 111,16% en 1980/1999 à 69,35% en 2000/2013. Cela implique que la source essentielle de revenu extérieur s'accroît plus rapidement que la dette extérieure.

⁴⁰ L'évolution des réserves de change, nous informe sur la confiance des marchés envers la monnaie nationale et la capacité de l'économie à absorber les chocs liés aux variations des prix de base, aux catastrophes naturelles, aux crises bancaires, etc.). De plus, ces réserves présentent une garantie contre l'instabilité due à la fuite des flux financiers extérieurs. Ainsi, les autorités monétaires utilisent les réserves en devises pour pouvoir gérer efficacement leurs taux de change. Toutefois, ces avantages doivent être mis en balance avec les coûts d'opportunité liés à la perte des investissements ou encore avec la dépréciation probable des devises (en particulier le dollar américain).

Parallèlement, le rapport de l'encours total de la dette extérieure au PIB (ratio dette/PIB) n'a pas dépassé la barre des 35%, depuis 2005. Cela signifie que la région MENA pourrait honorer ses engagements envers l'étranger et rassurer les investisseurs locaux et internationaux, tout en évitant l'assèchement de la liquidité et le resserrement des conditions d'octroi de crédit.

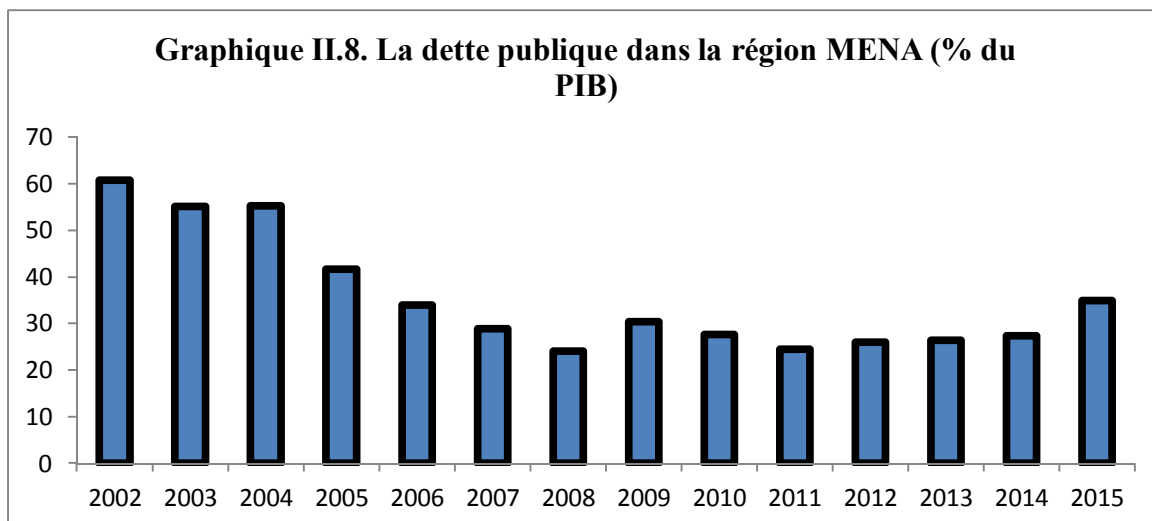


Source : Auteur à partir de World Economic Outlook (WEO)

Note: l'échelle de droite est relative à la dette extérieure par rapport aux exportations de biens et services ; et celle de gauche à la dette extérieure par rapport au PIB. La dette extérieure est l'ensemble des dettes (remboursement du principal et paiements d'intérêts) de l'ensemble des agents d'une économie qu'ils soient publics ou privés contractées auprès des agents non résidents.

Par ailleurs, la dette publique ; qui est constituée de l'ensemble des emprunts contractés par l'État, les collectivités publiques et les organismes qui en dépendent directement comme les organismes de sécurité sociale ; n'a pas dépassé le seuil de 60% du PIB « barre limite » adoptée par les européens dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance⁴¹. Ceci est clairement visible sur le [graphique 8](#), qui présente l'évolution de la dette publique dans la région MENA entre 2002 et 2015. Pour mieux comprendre les raisons de la chute de l'endettement dans la région, nous allons examiner l'équilibre budgétaire

⁴¹ Le pacte de stabilité et de croissance reflète les conditions et les critères que les États de la zone euro se sont engagés à respecter vis-à-vis de leurs partenaires. En outre, ce chiffre de 60% doit être examiné avec précaution puisqu'il ne coïncide pas avec le niveau optimal de la dette. Ainsi, il peut que certains pays de la région MENA supportent un ratio de la dette supérieur à 60%, tandis que d'autres se trouvent en difficulté à un tel niveau.



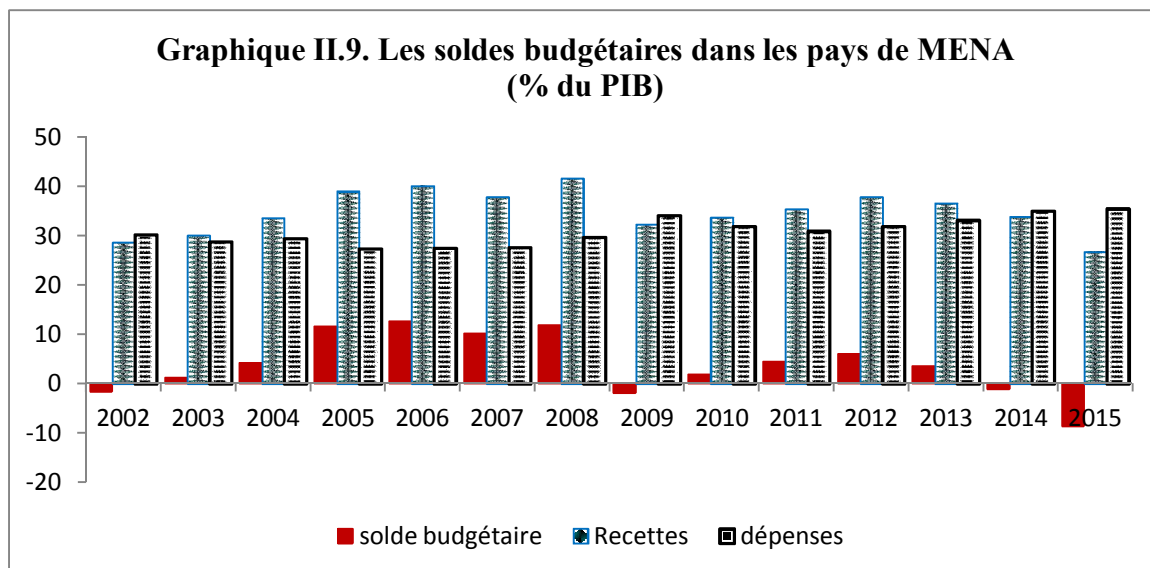
Source : Auteur à partir de World Economic Outlook (WEO)

I.1.4. Evolutions des soldes budgétaires

Il existe un lien étroit entre la dette extérieure et la dette publique, d'une part, et le déficit public, d'autre part. En effet, une gestion budgétaire prudente du gouvernement permet de réduire le déficit et, par conséquent, de diminuer l'endettement et la charge du service de la dette. C'est le cas notamment des pays de la région MENA, qui ont entamé des réformes budgétaires afin de mieux cerner les passifs extérieurs et intérieurs. Comme le montre le [graphique 9](#), la situation budgétaire s'est nettement améliorée sur la période 2002-2013, grâce à la réduction des dépenses liées aux subventions (jusqu'à 10% du PIB dans certains pays), la baisse des recrutements dans le secteur public, et la maîtrise des traitements et salaires.

Dans ce contexte, l'Iran a substitué les subventions énergétiques par des transferts monétaires généraux. Alternativement, le Koweït et le Bahreïn ont retiré les subventions sur le gazole et le kérosène. En outre, l'Arabie saoudite a réduit ses dépenses d'éducation qui sont passées de 25% du total des dépenses en 2000 à 22,8 % en 2016. L'Algérie, quant à elle, a limité les recrutements dans le secteur public, qui représente 60% des emplois⁴². Cependant, l'année 2014 et surtout l'année 2015, ont été marquées par la dégradation de l'équilibre budgétaire à cause de la baisse des prix du pétrole (les revenus de l'Etat hors impôts et taxes).

⁴² Banque mondiale, Bulletin trimestriel d'information économique de la région MENA (2016). Les effets économiques de la guerre et de la paix, Numéro 6.

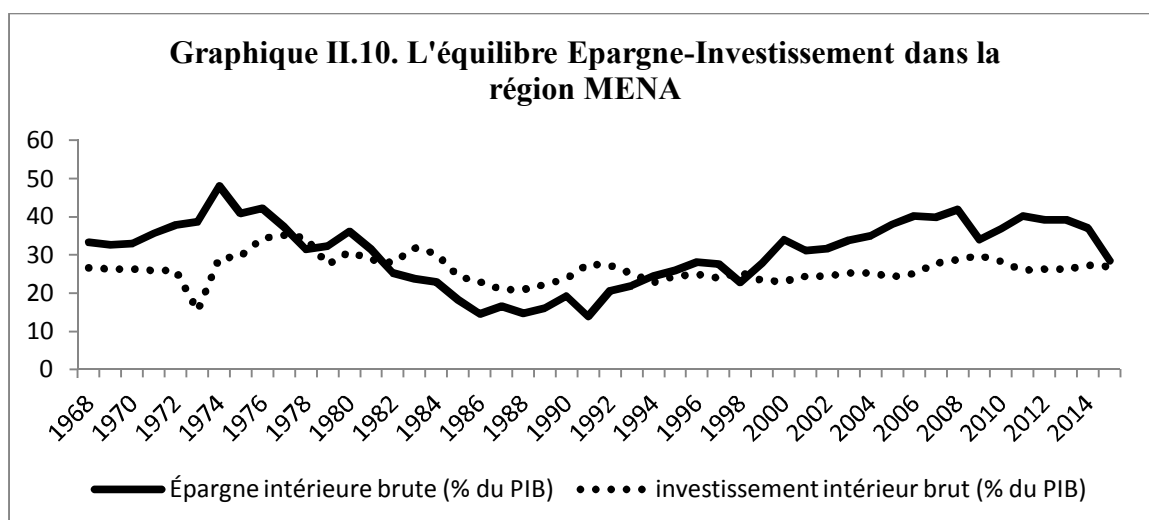


Source : Auteur à partir de World Economic Outlook (WEO)

Note : le solde budgétaire représente la différence entre les recettes et le total des dépenses

I.1.5. L'équilibre épargne-investissement

Le graphique 10 illustre la trajectoire de l'investissement et de l'épargne par rapport au PIB. Pendant la décennie 1985-1994, l'investissement a dépassé l'épargne. Cela peut être expliqué par la situation du conflit armé entre l'Irak et l'Iran et le déclenchement de la guerre du Golfe (Irak-Koweït) au début des années 1990, ce qui a conduit ces pays à investir massivement dans les projets militaires. À titre d'exemple, le Koweït a enregistré un taux d'investissement de 41,85% en 1991, alors que le taux d'épargne était de -66.95%, pour la même année. La tendance s'inverse à partir du milieu des années 1990. Ainsi, les pays de MENA apparaissent comme exportateurs nets de capitaux.



Source : Auteur à partir de la Banque Mondiale, World Development Indicators

Toutefois, la région n'arrive pas à réaliser la combinaison de facteurs apte à créer la richesse et à relancer la croissance économique. Cela semble indiquer un problème d'allocation des ressources au sein de l'économie. En effet, il existe plusieurs contraintes dans la capacité du secteur financier, y compris les banques, les compagnies d'assurance, les marchés des capitaux et d'autres institutions financières non bancaires à absorber l'épargne. De plus, la différence entre l'épargne et l'investissement signifie qu'au lieu d'investir, les économies de la région constituent essentiellement des réserves pour faire face aux chocs extérieurs et à la volatilité des recettes pétrolières.

En résumer, les agrégats macroéconomiques de la région; à savoir l'inflation, les réserves de changes, la dette publique, le déficit budgétaire, l'épargne et l'investissement; n'expliquent pas la faiblesse des régimes de croissance dans la région MENA. De ce fait, nous allons étudier, dans ce qui suit, les indicateurs de l'environnement institutionnel.

I.2. La qualité institutionnelle : des progrès à faire

Il existe plusieurs définitions données à la notion d'institution. Nous avons choisi la définition qui fait largement autorité. *«Les institutions sont des contraintes établies par les hommes qui structurent les interactions humaines. Elles se composent de contraintes formelles (comme les règles, les lois, les constitutions), de contraintes informelles (comme des normes de comportement, des conventions, des codes de conduite auto-imposés) et des caractéristiques de leur application. Ensemble, ils définissent la structure d'incitation des sociétés et, plus précisément, des économies»* (Douglass C. North, 1994, p. 360). D'après ce chercheur, les institutions jouent un rôle crucial dans la diminution des incertitudes, en fournissant une structure stable aux relations humaines. Autrement dit, les organisations qui regroupent les individus ; comme les organisations économiques (entreprises, banques...), politiques (pouvoir législatif, gouvernement...) et sociales (communautés religieuses, associations...) ; sont les joueurs, alors que les institutions sont les règles du jeu. Ces institutions peuvent être formelles via des contrats écrits et des lois explicites, ou informelles à travers des règles implicites.

Par ailleurs, Williamson (2000) considère quatre catégories d'institutions, renvoyant à quatre ordres théoriques, à savoir les arrangements marginaux associés aux prix et aux quantités, les structures de gouvernance, l'environnement institutionnel et les institutions informelles. Ces dernières sont difficiles à changer et peuvent durer plusieurs siècles (slow-moving

institutions)⁴³. En effet, les normes et les règles sociales sont plus persévérantes que les lois, qui peuvent être changées rapidement.

La définition proposée par North (1994), est très vaste puisqu'elle inclut toutes les normes sur les interactions humaines. Alternativement, la plupart des chercheurs ont utilisé des variables mesurant la qualité des institutions formelles, sans doute à cause du manque de données sur les institutions informelles. Ainsi, Acemoglu et al (2005) ont retenu deux catégories d'institutions formelles, à savoir les institutions économiques et les institutions politiques. La première catégorie est basée sur la notion que les humains sont responsables de l'organisation de leurs propres sociétés. Il existe ainsi des moyens qui encouragent les gens à innover, à prendre des risques, à épargner pour l'avenir, à apprendre et à se former, à résoudre des problèmes d'action collective et à fournir des biens publics. Toutefois, il existe aussi des décisions qui peuvent entraver la situation économique des pays. La deuxième catégorie, quant à elle, définit les règles à suivre dans le domaine politique.

Pour étudier la qualité des institutions dans la région MENA, nous avons eu recours à trois sources de données connues à l'échelle mondiale. Il s'agit, d'une part, de la base de Heritage Foundation pour évaluer les institutions économiques et, d'autre part, de la base de Worldwide Governance Indicators et la base de l'International Country Risk Guide⁴⁴ pour évaluer les institutions politiques.

I.2.1. Les institutions économiques

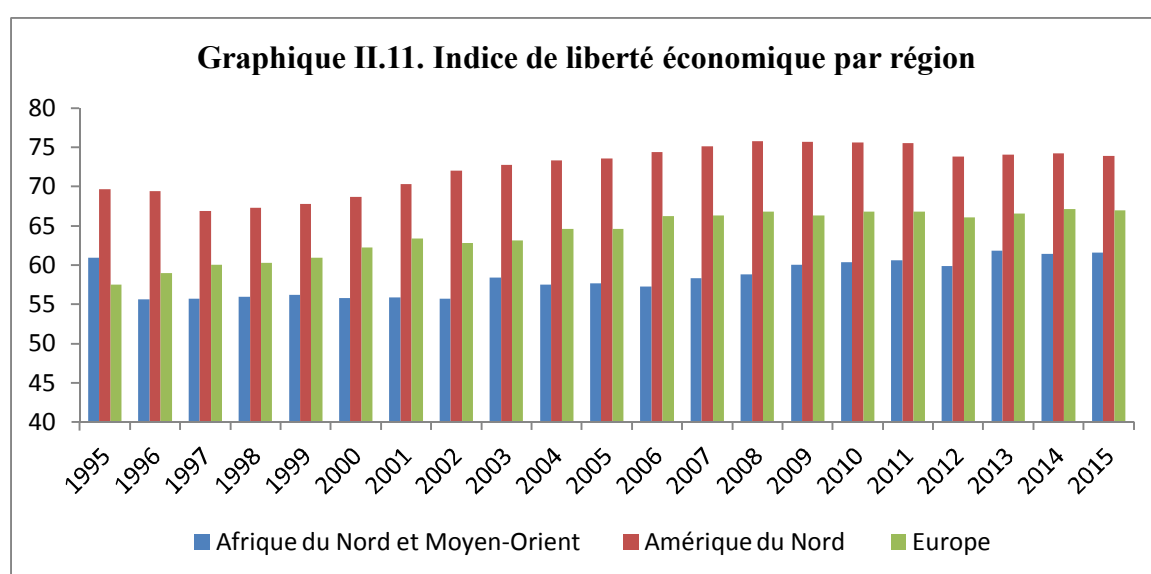
Créé en 1995 par "The Heritage Foundation", l'indice de liberté économique "Index of Economic Freedom" classe les pays selon 12 critères quantitatifs et qualitatifs, regroupés en quatre grandes catégories :

- État de droit (droits de propriété, lutte contre la corruption, efficacité judiciaire)
- Taille du gouvernement (dépenses gouvernementales, charge fiscale, santé fiscale)
- Efficacité réglementaire (liberté des affaires, liberté du travail, stabilité monétaire)
- Ouverture des marchés (liberté commerciale, liberté d'investissement, liberté financière).

⁴³ Roland, G. (2004). Fast-Moving and Slow-Moving Institutions. Institutional Change and Economic Behaviour, 38(4), 134.

⁴⁴ L'ICRG a été créé pour la mesure du risque économique, financier et politique en 1980 par les rédacteurs de Rapports Internationaux: Political Risk Services. Les recherches sont réalisées afin de répondre aux besoins des investisseurs étrangers dans leurs choix d'investissement.

Le score global d'un pays est calculé en faisant la moyenne de ces 12 composantes (chacune d'elles est notée sur une échelle de 0 à 100 points avec la même proportion pour chaque critère). Une économie est ainsi considérée comme libre "free" si son score figure dans la tranche [80-100], essentiellement libre "mostly free" [70-79,9], modérément libre "moderately free" [60-69,9], essentiellement non libre "mostly unfree" [50-59,9], et réprimée "repressed" [40-49,9]. En outre, malgré les nombreuses critiques portant sur le manque d'information et la notation injustifiée de certains critères⁴⁵, l'indice de liberté économique permet d'évaluer la qualité des institutions, en se basant sur les statistiques de la Banque mondiale, du FMI, et de l'Economist Intelligence Unit (société appartenant au même groupe que The Economist).



Source: Auteur à partir de Heritage Foundation

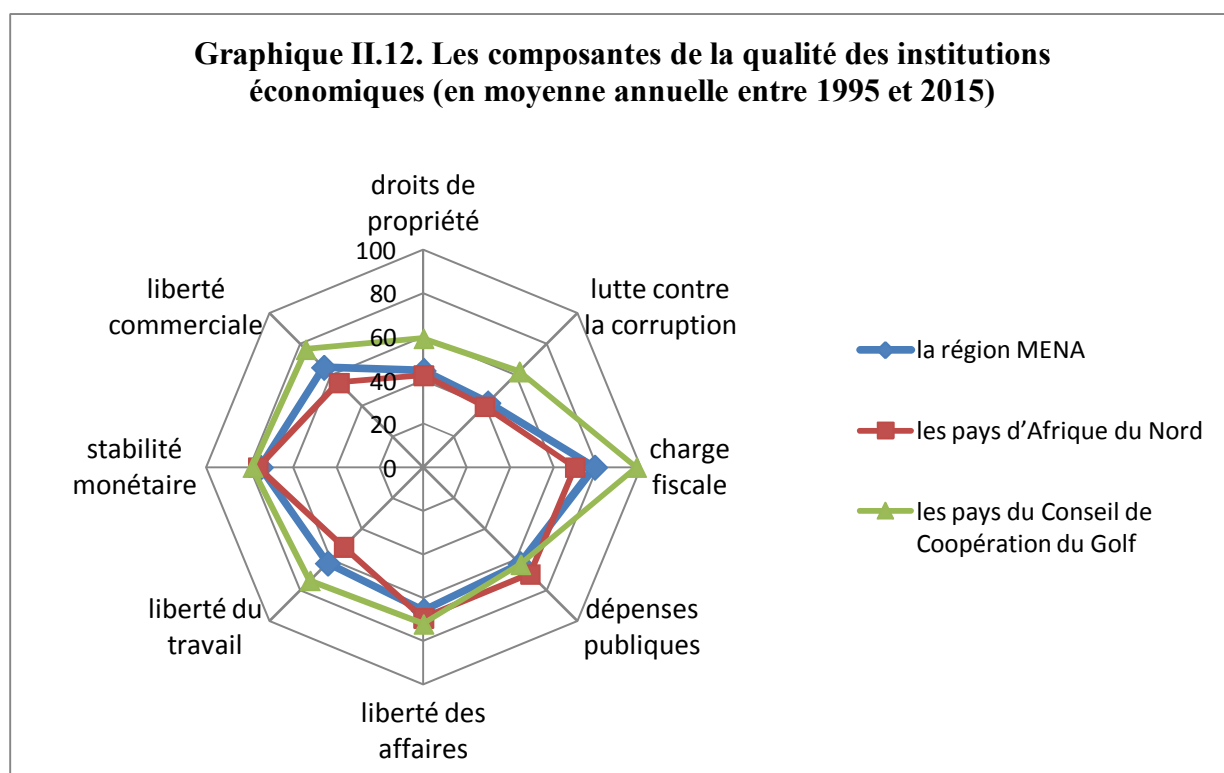
Les problèmes institutionnels dans la région MENA demeurent un obstacle pour le développement du secteur privé, ce qui réduit les ressources nécessaires pour fournir des emplois. Ainsi, la majorité des 14 économies de la région, classées par l'indice de liberté économique, continuent d'être «modérément libres» ou «essentiellement non libres», l'Iran est le seul pays «réprimé» dans la région. Dans ce cadre, le graphique 11 montre que l'Amérique du Nord et l'Europe (avec des moyennes annuelles de 72,38 et 64 points, respectivement entre 1995 et 2015) dépassent le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord (avec une moyenne annuelle de 58,36 points entre 1995 et 2015) en matière de développement institutionnel.

Depuis le début de 2011, de nombreux pays de la région subissent des bouleversements socioéconomiques, reflétant ainsi la situation d'instabilité et d'incertitude. Parmi les

⁴⁵ La mesure de l'inflation, qui reflète la stabilité monétaire, ne dépend pas seulement des politiques menées par la banque centrale du pays, mais aussi de facteurs exogènes.

économies du printemps arabe, la Tunisie et l'Égypte ont enregistré des résultats encourageants mais encore bien faibles ces dernières années. Cependant, le classement de l'indice de liberté économique ; pour l'Irak, la Libye, la Syrie et le Yémen ; a été suspendu à cause de l'aggravation continue de la situation économique et humaine.

En s'intéressant désormais aux composantes de l'indice global de liberté économique (cf. [graphique 12](#)), nous remarquons que les pays de la région MENA ont enregistré des moyennes jugées acceptables par rapport à six indicateurs, qui sont : la liberté commerciale, la liberté des affaires, la liberté du travail, la charge fiscale, la stabilité monétaire et les dépenses gouvernementales (64,9; 65,9; 62,3; 78,6; 74,9 et 62,8, respectivement). Cela est expliqué par l'assouplissement des obstacles tarifaires et non-tarifaires, la diminution des charges fiscales sur les revenus des sociétés, la réduction du déficit budgétaire et le maintien du taux d'inflation à un niveau modéré.



Source: Auteur à partir de Heritage Foundation

Note: Seulement la valeur de la liberté du travail est exprimée en moyenne annuelle entre 2005 et 2015, à cause de la disponibilité des données. Les pays d'Afrique du Nord (Algérie, Égypte, Maroc et Tunisie) ; les pays du Golf Arabe (Bahreïn, Koweït, Oman, Qatar, Arabie Saoudite et Émirats Arabes Unis).

Cependant, les moyennes concernant les droits de propriété et la lutte contre la corruption (44,6 et 41,9, respectivement) demeurent faibles. Ceci s'explique par le non respect de l'état de droit. Dans ce contexte, les pays d'Afrique du Nord témoignent d'un véritable souci.

L'Algérie, qui est classée au 157^{ème} rang mondial et à la 14^{ème} position au niveau régional en 2015, souffre de la faiblesse de son système judiciaire. Des niveaux élevés de corruption affectent les entreprises et les secteurs publics algériens, en particulier le secteur de l'énergie. Le rapport de Heritage Foundation (2015)⁴⁶ estime que la moitié de toutes les transactions économiques ont eu lieu dans le secteur informel. De plus, la plupart des biens immobiliers restent entre les mains du gouvernement. L'Egypte, qui est classé au 124^{ème} rang mondial et à la 12^{ème} position au niveau régional en 2015, subit l'omniprésence de la corruption au sein du gouvernement. Les procédures judiciaires sont souvent coûteuses et soumises à des pressions politiques. Autrement dit, le système judiciaire est peu institutionnalisé. Le Maroc, qui est classé au 89^{ème} rang mondial et à la 9^{ème} position au niveau régional en 2015, ne lutte pas efficacement contre la corruption, ce qui décourage les investisseurs et accroît le coût d'exploitation des entreprises. In fine, la Tunisie, qui est classé au 107^{ème} rang mondial et à la 11^{ème} position au niveau régional en 2015, enregistre une hausse du niveau de corruption au cours des dernières années à cause de la faiblesse du pouvoir politique. De même, les droits de propriété ne sont pas convenablement protégés.

En outre, le graphique 12 montre clairement que les pays du Conseil de Coopération du Golf⁴⁷ ont une position plus favorable que celle des pays d'Afrique du Nord en matière d'état de droit, de la charge fiscale, de la liberté commerciale et surtout de la liberté du travail. Le dernier indice témoigne de la réussite des réformes du marché du travail dans les pays du Golf. A contrario, il témoigne de l'ampleur des obstacles bureaucratiques, qui entravent l'activité entrepreneuriale et la diversification économique, dans les pays de Maghreb et l'Egypte. Ainsi, la rigidité du marché du travail, dans ces économies, se manifeste par un taux de chômage élevé chez les jeunes.

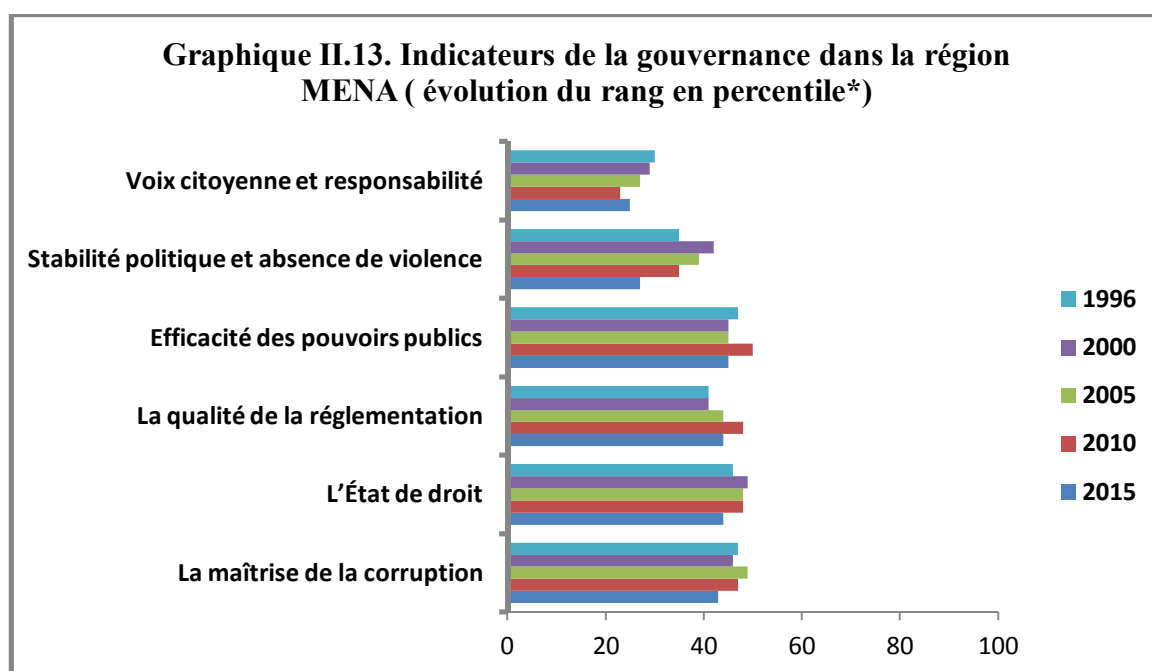
I.2.2. Les institutions politiques

Depuis 1996, Kaufmann et al, de la banque mondiale, ont publié plusieurs articles qui font référence au terme de la « gouvernance ». Ainsi, ces auteurs ont développé six indicateurs mesurant la qualité des institutions politiques, à savoir (1) Voix citoyenne et responsabilité qui reflète le degré de liberté d'expression, d'association, et des médias. (2) Stabilité politique et absence de violence qui mesure la probabilité selon laquelle le gouvernement pourrait être

⁴⁶ Miller, T., Kim, A. B., & Holmes, K. (2015). 2015 Index of economic Freedom. Washington DC: The Heritage Foundation.

⁴⁷ À titre d'exemple, le Bahreïn occupe la 18ème place au niveau mondial et la 1ère place au niveau régional en 2015.

déstabilisé par des moyens anticonstitutionnels et/ou violents, y compris le terrorisme. (3) Efficacité des pouvoirs publics qui évalue la qualité des services publics, la crédibilité du gouvernement et l'indépendance de l'administration. (4) La qualité de la réglementation qui mesure la capacité du gouvernement à stimuler le développement du secteur privé. (5) L'État de droit qui nous renseigne sur le respect des lois et des règles de la société. (6) La maîtrise de la corruption qui reflète le rôle des autorités dans la lutte contre la corruption. Ces indicateurs sont notés sur une échelle de -2,5 à 2,5. Un score de 2,5 correspond à un environnement institutionnel propice.



Source : Auteur à partir de Worldwide Governance Indicators (WGI)

Note: * Indique le rang de la région par rapport au reste du monde. 0 correspond au rang le plus bas et 100 correspond au rang le plus élevé.

Le graphique 13 montre que le classement de la région MENA ne dépasse pas le 50^{ème} rang pour tous les indicateurs et sur les différentes périodes. Plus précisément, les deux indices mesurant la voix citoyenne et responsabilité, d'une part, et la stabilité politique et absence de violence, d'autre part, témoignent du fossé grandissant en matière de gouvernance entre cette région et le reste du monde. En effet, des faiblesses persistent au niveau de la transparence, de l'égalité entre les sexes, et de la liberté civile et politique. Dans ce cadre, les organisations de la société civile telles que les associations professionnelles, les médias non officiels et les entités non gouvernementales "autonomes" ont tendance à être faibles et sont souvent sélectionnées par les gouvernements. Par ailleurs, la montée de l'extrémisme religieux et les conflits géopolitiques ont fragilisé la sécurité dans la région MENA.

Le tableau 1 confirme les interprétations précédentes. En effet, la moyenne des quatre indicateurs (voix citoyenne et responsabilité, stabilité politique et absence de violence, efficacité des pouvoirs publics, et la qualité de la réglementation) révèle que les pays MENA demeurent vulnérables sur le plan politique. Seuls deux pays -le Qatar et Oman- enregistrent des moyennes positives mais modestes avec 0,3386 et 0,1738, respectivement.

Tableau II.1. Les composantes de la qualité des institutions politiques pour un échantillon de pays de la zone MENA (moyenne annuelle 1996-2015)

	Voix citoyenne et responsabilité	Stabilité politique et absence de violence	Efficacité des pouvoirs publics	La qualité de la réglementation	Moyenne
Algérie	-1,0084	-1,3512	-0,6026	-0,8591	-0,9553
Arabie saoudite	-1,6547	-0,3144	-0,9795	0,0290	-0,7299
Bahreïn	-0,9774	-0,4000	0,5176	0,7076	-0,0381
Égypte	-1,0196	-0,8358	-0,4468	-0,4061	-0,6771
Iran	-1,3606	-1,0087	-0,5077	-1,4964	-1,0934
Iraq	-1,4245	-2,2521	-1,4897	-1,4654	-1,6579
Jordanie	-0,6319	-0,3662	0,1231	0,2164	-0,1647
Koweït	-0,4670	0,2582	0,0477	0,1270	-0,0085
Liban	-0,4260	-1,3089	-0,2819	-0,1872	-0,5510
Libye	-1,6045	-0,4818	-1,1806	-1,5685	-1,2089
Maroc	-0,6415	-0,3739	-0,0983	-0,1537	-0,3169
Oman	-0,8957	0,7730	0,3535	0,4644	0,1738
Qatar	-0,7129	0,9974	0,6777	0,3922	0,3386
Soudan	-1,7230	-2,2526	-1,2983	-1,3580	-1,6580
Syrie	-1,6486	-0,9753	-0,9795	-1,2422	-1,2114
Tunisie	-0,7281	-0,1183	0,3103	-0,1020	-0,1595
Turquie	-0,2254	-0,9671	0,1852	0,2986	-0,1772

Source : Calcul de l'auteur à partir de Worldwide Governance Indicators (WGI)

Après avoir présenté la base de données de Kaufmann et Kraay (Banque Mondiale), nous allons examiner la base de données de l'International Country Risk Guide (ICRG). Cette dernière est utilisée afin d'évaluer la stabilité politique des pays. En effet, l'indice du risque

politique comprend 12 variables concédant un score de 100 points (voir le tableau ci-dessous). Plus le nombre de points est élevé et moins le risque associé à la variable est grand. Dans l'ensemble, une notation du risque politique de 0,0 à 49,9 points indique un risque très élevé; de 50,0 à 59,9 un risque élevé; de 60,0 à 69,9 un risque modéré; de 70,0 à 79,9 un risque faible; et 80,0 et plus risque très faible.

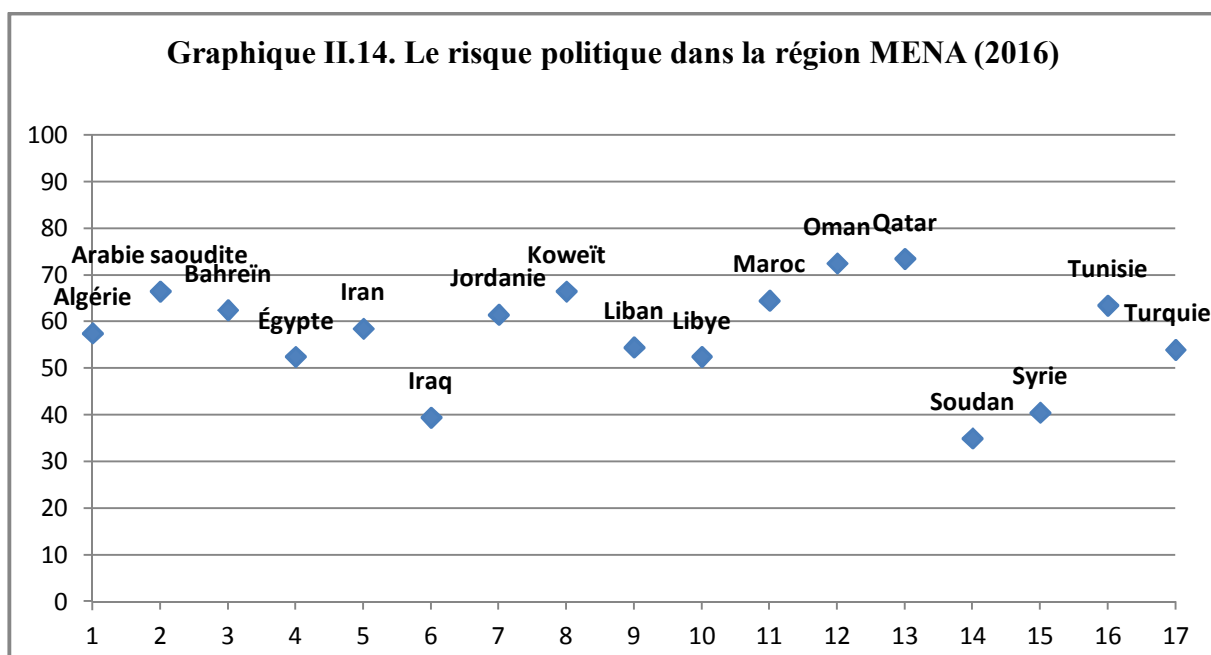
Tableau II.2. Système de notation de l'ICRG pour le risque politique

Séquence	Composantes	Points (max.)
A	Stabilité du gouvernement	12
B	Conditions socioéconomiques	12
C	Profil d'investissement	12
D	Conflit interne	12
E	Conflit externe	12
F	corruption	6
G	Implications des militaires dans la politique	6
H	Tensions religieuses	6
I	Droit et ordre	6
J	Tensions ethniques	6
K	Représentation démocratique	6
L	Bureaucratie	4
Total	12	100

Source: International Country Risk Guide (ICRG)

Le Qatar tient le cap avec un indice du risque politique égal à 73,5 points en 2016, suivi par Oman (72,5 points). Ces deux pays jouissent depuis quelques années d'une stabilité politique. L'Arabie Saoudite, le Bahreïn, la Jordanie, le Koweït, le Maroc et la Tunisie sont parvenus à garder un risque modéré. Toutefois, certains pays semblent avoir des difficultés à réduire les risques politiques. Tel est notamment le cas pour l'Algérie, l'Égypte, l'Iran, le Liban, la Libye et la Turquie qui enregistrent des valeurs inférieures à 60 points. Demeurant en bas du classement à cause de la guerre civile, le Soudan, l'Irak et la Syrie affichent des valeurs respectives de 35, 39,5 et 40,5 points en 2016 (cf. [graphique 14](#)), ce qui correspond à un risque politique très élevé.

En résumé, l'environnement institutionnel n'est pas pleinement favorable au développement économique dans la région MENA. En effet, la volatilité de la croissance, dans cette zone, est due en grande partie à la faiblesse des institutions aussi bien sur le plan économique, que sur le plan politique. Dans ce cadre, la majorité des pays de cette région doivent adopter des réformes, qui visent à améliorer la qualité des institutions.



Source: Auteur à partir de l'International Country Risk Guide (ICRG)

1.3. La libéralisation du compte capital : Positionnement de la région MENA

L'indice de la libéralisation du compte capital de Wang-Jahan est un indice *de jure* qui est basé sur le degré d'ouverture de 12 types de catégories d'actifs (cf. encadré 1) pour 168 pays, dont 60 sont des pays en développement à faible revenu. Cet indicateur est construit à partir des informations contenues dans le Rapport annuel du FMI sur les régimes et les restrictions de change (Exchange Arrangements and Exchange Restrictions). De plus, la base de données de Wang-Jahan⁴⁸ permet non seulement de saisir l'ouverture générale du compte capital, mais aussi de répartir l'ouverture entre les différentes entités : les flux de capitaux entrant et sortant, les résidents et non résidents, et le degré d'ouverture du marché financier (cf. encadré 2).

Encadré II.1. Les actifs du compte capital

L'indice de Wang-Jahan est basé sur la libéralisation de 12 catégories du compte capital. Pour chaque catégorie, une valeur de 0 (fermé) ou 1 (ouvert) est attribuée en fonction de la politique *de jure* appliquée par le pays. Les différentes catégories comprennent:

- **Les actions.** Les opérations portant sur des actions et autres titres de nature participative, à l'exclusion des investissements qui ont pour but d'acquérir un intérêt économique durable (comme les investissements directs étrangers).

⁴⁸ Les données sont disponibles de 2000 jusqu'à 2013.

- **Les obligations.** Obligations ou autres titres de créance dont l'échéance initiale est supérieure à un an. Les autres titres de créance comprennent les billets et les débentures.
- **Marché monétaire.** Titres dont l'échéance initiale est inférieure ou égale à un an, y compris les instruments à court terme tels que les certificats de dépôts et les lettres de change, entre autres.
- **Placements collectifs.** Les certificats d'actions et de registres ou toute autre preuve indiquant l'investissement dans un organisme de placement collectif tel que les fonds communs de placement.
- **Produit dérivé et autres instruments.** Opérations sur : les bons et droits de souscription, les instruments financiers à terme et les contrats d'options, d'autres créances financières sur le marché secondaire (y compris les prêts souverains et l'escompte des effets du commerce), les transactions à terme, et les transactions sur les marchés de change (spot ou forward trading, les opérations de couverture à terme).
- **Crédit commercial.** Opérations directement liées à des transactions commerciales internationales ou à la prestation de services internationaux.
- **Crédit financier.** Crédits autres que les crédits commerciaux accordés par tous les résidents, y compris les prêts des banques à des non-résidents ou vice-versa.
- **IDE.** Investissements dans le but d'établir des relations économiques durables à l'étranger par les résidents et à l'intérieur (sur le marché domestique) par des non-résidents.
- **Liquidation des IDE.** Le transfert du capital, y compris le capital initial et les gains en capital des IDE tel que défini ci-dessus.
- **Garanties.** Garanties, cautions, et les moyens de protection contre les risques financiers fournis par les résidents à des non-résidents et vice-versa. Il comprend également les titres fournis en garantie pour le paiement ou l'exécution d'un contrat, tels les garanties de bonne exécution et les lettres de crédit d'appui ou de soutien (standby letters of credit).
- **Biens immobiliers.** L'acquisition de biens immobiliers non associés à des investissements directs, y compris, par exemple, des investissements à caractère purement financier dans l'immobilier ou l'acquisition de biens immobiliers à usage personnel.
- **Transactions en capital à titre personnel.** Transferts réalisés à partir d'un compte de particulier et destinés à d'autres personnes privées. Ces transferts peuvent être considérés comme des opérations faisant l'objet d'une promesse de rendement futur (par exemple, les prêts) ou comme des transactions qui s'effectuent gratuitement (par exemple, les dons, les héritages et legs, et les actifs des immigrants).

Source: Jahan. S et Wang. D (2016), p. 22 et 23.

Encadré II.2. Les indices de l'ouverture du compte capital

L'indice d'ouverture de capitaux (**flux entrants**) reflète la capacité de l'achat local par les non-résidents et la vente ou l'émission à l'étranger par les résidents à travers neuf types de catégories d'actifs: actions, obligations, marché monétaire, placements collectifs, produits dérivés, crédit commercial, crédit financier, investissement direct et garanties.

L'indice d'ouverture de capitaux (**flux sortants**) reflète la possibilité de vendre ou d'émettre localement par des non-résidents et d'acheter à l'étranger par les résidents à travers neuf types de catégories d'actifs: actions, obligations, marché monétaire, placements collectifs, produits dérivés, crédit commercial, crédit financier, investissement direct et garanties.

L'indice d'ouverture de capitaux (**pour les résidents**) saisit la capacité des résidents d'acheter à l'étranger (sorties de capitaux) et de vendre ou d'émettre à l'étranger (entrées de capitaux) à travers cinq catégories d'actifs: les actions, les obligations, les instruments du marché monétaire, les placements collectifs et les produits dérivés.

L'indice d'ouverture de capitaux (**pour les non-résidents**) mesure la faculté d'acheter localement par des non-résidents (entrées de capitaux) et de vendre ou d'émettre localement (sorties de capitaux) à travers cinq catégories d'actifs: les actions, les obligations, les instruments du marché monétaire, les placements collectifs et les produits dérivés.

L'indice d'ouverture du **marché financier** désigne la moyenne d'ouverture des actions, des obligations, du marché monétaire, des placements collectifs et des produits dérivés.

Source : Auteur à partir du FMI Capital Account Openness Index (Avril 2016)

Le [tableau 3](#) montre clairement que l'Asie du Sud est la région la moins libéralisée avec une moyenne de 0,13, tandis que l'Amérique latine et les Caraïbes est la région la plus libéralisée avec une moyenne de 0,72. La région MENA, quant à elle, enregistre une moyenne égale à 0,57, ce qui reflète une libéralisation partielle des flux de capitaux. Cependant, il existe une certaine liberté pour les résidents, qui effectuent facilement les transactions en capital (0,68).

Le [graphique 15](#), qui trace l'évolution de libéralisation du compte capital dans la région MENA entre 2000 et 2013, montre des variations d'«ouverture» irrégulières. Dans ce cadre, la libéralisation du compte capital a nettement diminué, passant de 0,67 en 2000 à 0,52 en 2006. À partir de 2007, il y a eu une légère augmentation de l'indice d'ouverture, qui a atteint un

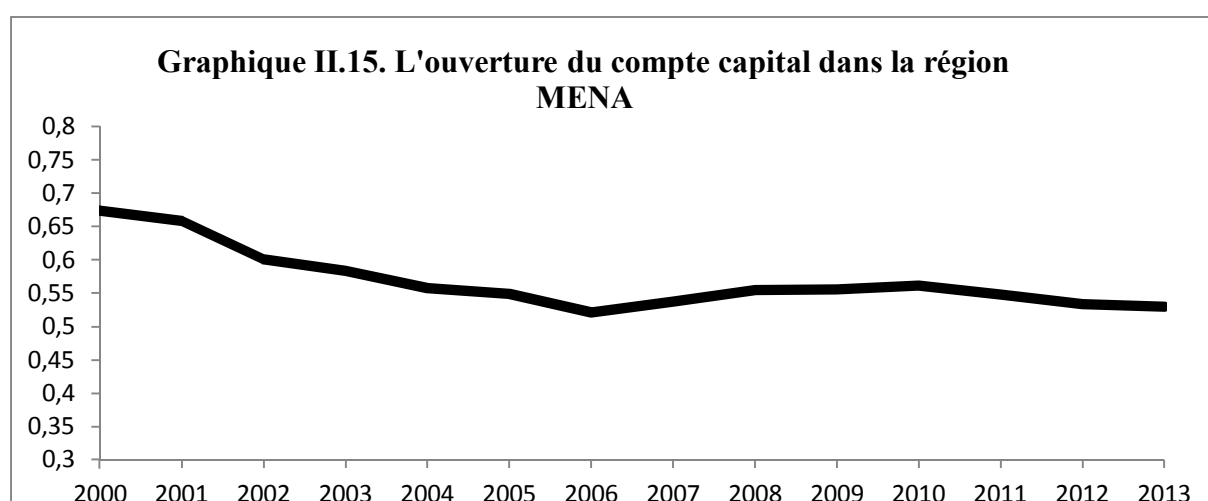
score de 0,56 en 2010 avant de tomber à 0,53 en 2013. Afin de bien comprendre les raisons de ces variations, nous allons examiner l'indice de Schindler.

Tableau II.3. La libéralisation du compte capital par région (moyenne de 1996 à 2013)

Région	Nombre de pays	Indice d'ouverture totale	Marché financier	Résident	Non résident	Entrées de capitaux	Sorties de capitaux
Marché émergent							
Asie de l'Est et Pacifique	5	0,25	0,18	0,09	0,29	0,29	0,11
Europe de l'Est et Asie centrale	19	0,55	0,54	0,51	0,57	0,62	0,49
Amérique latine & Caraïbes	16	0,72	0,69	0,71	0,67	0,71	0,68
Moyen-Orient et Afrique du Nord	14	0,57	0,59	0,68	0,52	0,60	0,58
Asie du sud	3	0,13	0,12	0,03	0,20	0,21	0,03
Afrique sub-saharienne	6	0,35	0,31	0,19	0,36	0,42	0,28

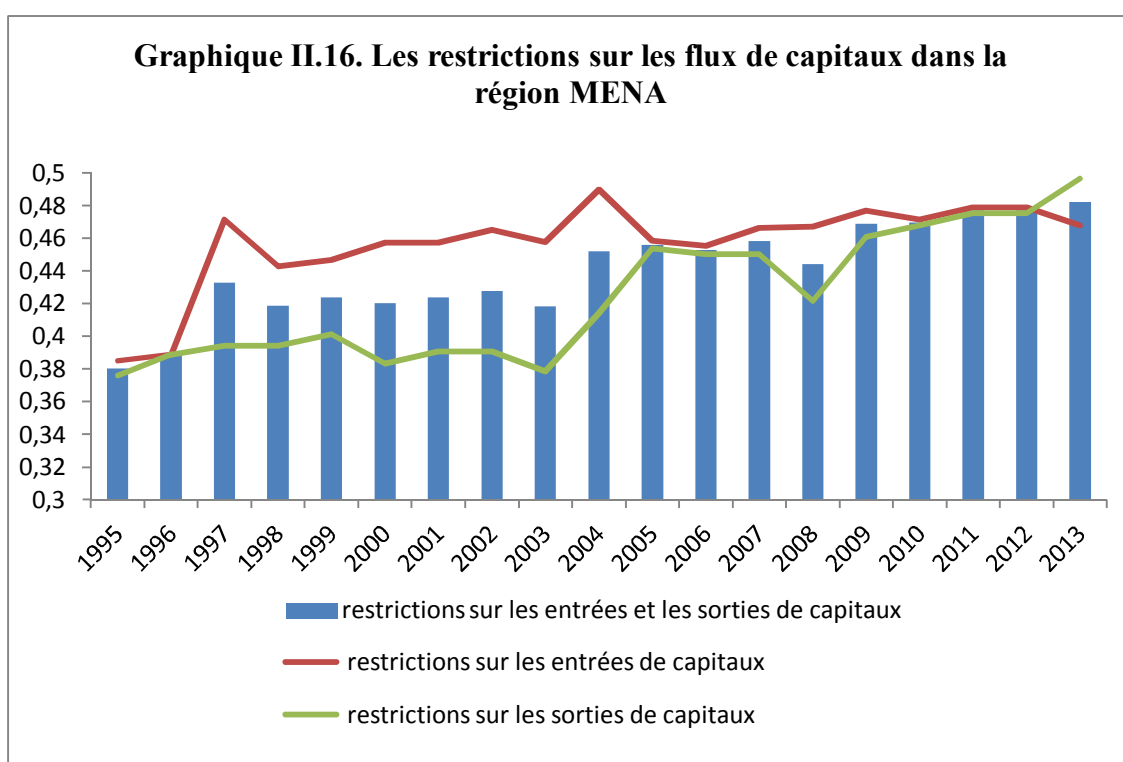
Échelle	
0 à 0,20	
0,21 à 0,40	
0,41 à 0,60	
0,61 à 0,80	
0,81 à 1	

Source: Jahan. S et Wang. D (2016), op cit, p. 16.



Source : Auteur à partir du FMI Capital Account Openness Index (Avril 2016)

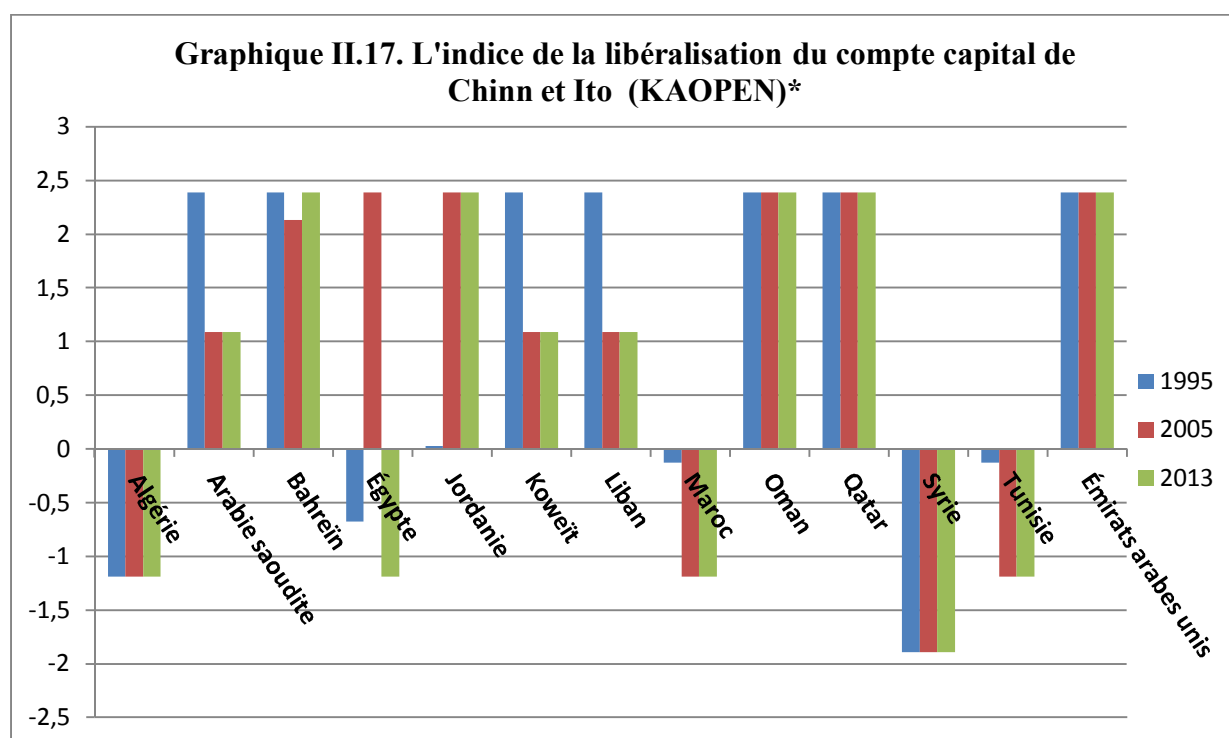
Schindler (2009) a mis en place un indice *de jure*, mesurant les restrictions sur les entrées et sorties de capitaux et sur les niveaux relatifs des contrôles par catégories d'actifs. Cette mesure est construite à partir des informations contenues dans le Rapport annuel du FMI (AREAER). Elle prend la valeur 0 (pas de contrôle sur les flux de capitaux) ou 1 (restriction totale sur les flux de capitaux). Le graphique 16 montre que l'année 1995 a été caractérisée par une absence quasi-totale des restrictions sur les mouvements de capitaux (une valeur de 0,38). Ces restrictions ont pris de l'ampleur à partir de 2004 et enregistrent la valeur la plus élevée en 2013 (0,48), soit une augmentation de 26% entre 1995 et 2013. Cette augmentation est expliquée par l'accroissement rapide des restrictions sur les flux sortants de capitaux, qui sont passées de 0,38 en 1995 à 0,5 en 2013.



Source : Auteur à partir de la base de données de Fernández, Klein, Rebucci, Schindler et Uribe (2015)

Le graphique 17 montre qu'il existe une différence notable dans le degré d'ouverture du compte capital. Dans ce contexte, certains pays jouissent d'une libéralisation totale comme le Bahreïn, Oman, Qatar et les Émirats arabes unis, alors que d'autres pays ont gardé des restrictions importantes sur les flux de capitaux, tels que l'Algérie, le Maroc, la Tunisie et la Syrie. En outre, la Jordanie a connu une progression remarquable dans le processus de libéralisation (l'indice KAOPEN est passé de 0,03 en 1995 à 2,39 en 2013). En 1990, les contrôles étaient assez larges sur les recettes d'exportation. Les mouvements de capitaux

entrants n'étaient pas limités (y compris les IDE), alors qu'une autorisation de la banque centrale était nécessaire pour les flux sortants. En 1994-95, les exigences relatives au rapatriement des recettes d'exportation ont été abolies. En juillet 1997, la plupart des contrôles sur les transactions en capital ont été supprimés, ce qui explique le score élevé de l'indice KAOPEN. Contrairement à la Jordanie, le Liban a enregistré une baisse de l'indice d'ouverture, qui est passé de 2,39 en 1995 à 1,09 en 2013. Ainsi, en 1990, seules certaines opérations en capital (y compris les crédits aux non-résidents, les dépôts auprès de non-résidents et les prêts bancaires aux résidents pour acheter des devises) impliquaient des contrôles. De plus, il n'y avait pas de contrôle sur les IDE. En 1998, un plus grand nombre de contrôles ont été ajoutés, ce qui explique le ralentissement du rythme de libéralisation. Parallèlement, l'Arabie saoudite et le Koweït ont connu la même évolution que celle enregistrée par le Liban.



Source : Auteur à partir de la base de données de [Chinn et Ito](#)

Note : L'indice varie de -2 à +2.5, des valeurs plus élevées dénotant une plus grande ouverture. Pour plus de détails sur la construction de l'indice KAOPEN, voir pages 101-102.

L'Égypte présente un cas bien particulier, dans la région MENA, puisque ce pays a connu une phase d'expansion entre 1995 et 2008. Autrement dit, l'indice d'ouverture a enregistré une augmentation considérable pour passer de -0,68 en 1995 à 2,39 en 2001. Cela est dû en grande partie à la suppression de l'ancien système des taux de change multiples ; à l'élimination des exigences relatives au rapatriement des recettes d'exportation ; et à l'abolition des restrictions

sur les investissements de portefeuille. Toutefois, une phase de contraction a été observée à partir de 2009. Ainsi, l'indice KAOPEN a enregistré un recul progressif, atteignant -1,19 en 2013. Les répercussions de la crise financière mondiale, combinées à des conditions économiques défavorables suite à la révolution égyptienne de 2011, ont conduit à des sorties de capitaux et à de considérables problèmes de confiance de la part des investisseurs étrangers. En conséquence, le secteur extérieur a été sévèrement touché par la baisse des recettes du tourisme, ainsi que les flux de capitaux en termes d'investissements directs étrangers et d'investissements de portefeuille. Les réserves nettes de change ont diminué d'environ 50% en décembre 2011 par rapport à décembre 2010. Pour faire face à la fuite de capitaux, les autorités monétaires ont mis en place des mesures restrictives. À cet égard, le transfert de devises étrangères hors du pays a été plafonné (chaque personne est autorisée à transférer seulement 100 000 \$ au cours d'une vie). De plus, les transactions commerciales doivent être accompagnées de documents spécifiques pour justifier le transfert.

II. Revue de la littérature

Les deux premières parties de cette section sont consacrées à la littérature, théorique puis empirique, portant sur la relation entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique. La troisième partie, quant à elle, met l'accent sur le rôle des institutions dans l'explication de la relation ouverture-croissance.

II.1. La libéralisation du compte capital et croissance économique : une revue de la littérature théorique

La libéralisation des mouvements de capitaux est appelée aussi la libéralisation financière externe. Elle présente l'une des principales grilles du programme des réformes financières (cf. [chapitre 1](#)). Le fait de lever toutes les restrictions sur les transactions internationales, c'est à dire de laisser les capitaux entrer et sortir du pays sans contrôle, est ce que l'on appelle la libéralisation des mouvements de capitaux. Les règles comptables de la balance des paiements nous informent que les flux de capitaux, dette, investissement de portefeuille, investissement direct et placements immobiliers d'un pays s'enregistrent au compte de capital et d'opérations financières. Ainsi, les sorties correspondent aux achats des avoirs extérieurs par les résidents, tandis que les entrées conviennent aux ventes des actifs nationaux à des non-résidents⁴⁹.

⁴⁹ Eichengreen B., Mussa M., Dell'Ariccia G., Detragiache E., Milesi-Ferretti G., Tweedie A. (1999). La libéralisation des mouvements de capitaux Aspects analytiques FMI dossiers économiques NO. 17.

Dans ce cadre, la question qui se pose est la suivante : Quels sont les arguments théoriques en faveur ou en défaveur de la libéralisation du compte capital ?

II.1.1. Justification de la libéralisation des mouvements de capitaux

La théorie classique justifie la mobilité des capitaux par le fait que les économies qui ont une épargne locale limitée peuvent profiter des ressources extérieures (l'épargne mondiale) pour financer leurs projets d'investissement internes. Alternativement, les afflux et les reflux des capitaux fournissent des opportunités pour la diversification des risques et le développement du secteur financier.

II.1.1.1. Réduire le déséquilibre entre Epargne-Investissement

Les mouvements de capitaux permettent à une nation qui se trouve dans une situation d'épargne excessive (solde des opérations courantes excédentaire) sur une période donnée de profiter d'opportunité d'investissement dans un autre pays. Il est évident que le taux de rendement dans le pays qui a un besoin de financement soit plus élevé. Ce transfert permet d'une part, aux deux pays d'atteindre des niveaux de bien être plus élevé et une croissance plus forte ; et d'autre part, de lisser la courbe de consommation et d'investissement puisque les agents économiques et les Etats peuvent s'endetter de l'étranger lorsque les revenus sont faibles, et rembourser leurs emprunts lorsqu'ils sont élevés. Les flux de capitaux obéissent à la règle d'abondance et de rareté de telle façon que les capitaux circulent des pays où ils sont abondants à ceux où ils sont rares, du fait de plus nombreuses opportunités dans les pays où le capital est limité.

II.1.1.2. Diversification du risque

L'accès au marché de capitaux internationaux permet aux ménages et aux entreprises de diversifier les risques de fluctuation de leurs actifs et d'avoir des taux de rendement plus élevés. Autrement dit, les entreprises peuvent se prémunir contre les coûts et les chocs de productivité en investissant dans des filiales réparties dans plusieurs pays. Dans ce cadre, [Stiglitz et Weiss \(1981\)](#) soulignent qu'en détenant des créances sur les pays étrangers, les agents économiques peuvent diversifier les risques liés aux perturbations qui menacent uniquement leur propre pays⁵⁰. Ainsi, la libre circulation des capitaux permet aux

⁵⁰ [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. Femise Research Program, Research n°FEM33-03.

investisseurs de réaliser des taux de rendement plus élevés. Si on se positionne dans le cadre où un pays fait face à un ralentissement économique, les bas salaires vont attirer les investisseurs étrangers qui verseront des fonds dans ce pays.

II.1.1.3. Développement du secteur financier

La libre circulation des mouvements de capitaux permet à l'économie mondiale de réaliser des gains d'efficacité, obtenus par la spécialisation dans les services financiers. C'est-à-dire que si une économie en développement a un avantage comparatif dans la production des services financier, la suppression des restrictions sur son intégration financière va contribuer à l'accroissement de ses exportations dans ce secteur. Ainsi, [Stiglitz \(2000\)](#) montre que les arguments en faveur de la libéralisation du marché des capitaux étaient donc les mêmes que ceux avancés par Adam Smith sur le libre-échange et que le « Capital » est présenté comme un simple bien. Dans ce cadre, la concurrence internationale dans le domaine des services financiers peut obliger les producteurs intérieurs à fournir les services avec plus d'efficacité, encourager l'innovation et améliorer la productivité.

Dans ce même ordre d'idées, la libéralisation du compte capital stimule positivement la croissance économique grâce à l'effet de discipline. En effet, les pays vont adopter des politiques macroéconomiques (budgétaires et monétaires) plus appropriées. Sans oublier que la libéralisation du compte capital n'est qu'un facteur parmi d'autres agissant sur la croissance. De ce fait, les pays qui adoptent une stratégie de la libéralisation des flux de capitaux doivent avoir de bonnes institutions et un système financier efficace. Alternativement, les pays sont appelés à réaliser une stabilité macroéconomique, une réglementation prudentielle, une supervision bancaire et l'adoption des mesures graduelles afin que la libéralisation financière stimule positivement la croissance économique.

Nous avons énoncé les différents arguments qui expliquent la liaison positive entre la libéralisation des flux de capitaux et la croissance économique. Cependant, d'autres courants de pensée économique ont prouvé que la libéralisation financière conduit à un ralentissement de la croissance économique. Suite à la libéralisation du compte capital, plusieurs pays ont subi des crises financières comme le Mexique en 1994-1995, le Brésil en 1998, l'Argentine en 2000 et les pays d'Asie du sud-est en 1997.

II.1.2. Impact négatif de la libéralisation du compte capital sur la croissance économique

L'intégration financière devient source d'instabilité quand les conditions proportionnelles à chacun des niveaux du processus d'intégration n'ont pas été entièrement satisfaites. Cela signifie que les pays se précipitent vers une ouverture financière interne et externe sans aucun système financier solide.

II.1.2.1. Asymétrie de l'information

L'une des hypothèses avancées par les néoclassiques est que les marchés sont efficaces. Néanmoins, les chercheurs affirment que le fonctionnement des marchés financiers libéralisés est faussé par le manque d'informations entières et que les transactions fournissent généralement des résultats qui menacent la richesse collective. En effet, l'asymétrie de l'information suppose que l'une des parties de l'opération a beaucoup moins d'information à sa disposition que l'autre partie ; par exemple le prêteur, qui est le responsable de l'instruction du dossier de crédit n'a que peu de renseignement sur l'emprunteur, qui est plus prédisposé à prendre des risques. Cette situation va engendrer une relation d'incertitude entre demandeurs et offreurs de capitaux. Dans ce cadre, les études réalisées par les Néo-keynésiens⁵¹ prouvent que le marché du crédit est soumis à des asymétries d'information importantes qui empêchent les réformes d'être efficientes. Les problèmes de l'asymétrie d'information se manifestent par l'anti-sélection et l'aléa moral.

D'une part, l'anti-sélection qui représente une asymétrie d'information ex-ante, est la conséquence d'une augmentation du taux d'intérêt débiteur des banques qui va engendrer une diminution des demandes de crédits de la part des emprunteurs à faibles risques (les dirigeants des entreprises de haute qualité vont renoncer au financement par crédit). En revanche, les mauvais emprunteurs acceptent des taux d'intérêt élevés (les seules entreprises qui souhaitent obtenir des crédits sont celles dont la qualité est faible). Beaucoup de projets potentiellement rentables sont négligés, alors que les projets perdants des petites entreprises sont financés, ce qui signifie une mauvaise allocation des ressources. Ainsi, la libre circulation des capitaux est inadaptée à l'affectation efficace des ressources et les investissements réalisés ne concernent pas les projets rentables. D'autre part, l'aléa moral qui représente une asymétrie d'information ex-post, ne se manifeste que si l'une des parties, lors de l'exécution des transactions, est

⁵¹ Chouchane-Verdier, A. (2004). Une analyse empirique de l'impact de la libéralisation financière en Afrique subsaharienne sur la période 1983-1996. *Revue Tiers Monde*, 179(3), 617-641.

encouragée à en faire porter le coût par l'autre partie, et en a la possibilité. Dans ce sens, une banque qui a une garantie de l'Etat de lui venir en aide dans le cas d'insuffisance de liquidité, va faire moins attention aux crédits accordés à des clients risqués. Ainsi, si le prêteur est protégé par une des formes de garantie, il peut en résulter une quantité excessive d'investissements dans des projets risqués.

II.1.2.2. Volatilité de taux de change

D'après le triangle d'incompatibilités de [Mundell \(1960\)](#), un pays ne peut pas réunir les trois caractéristiques suivantes, à savoir : l'indépendance monétaire (politiques monétaires autonomes), la stabilité du taux de change et la mobilité parfaite des capitaux. En effet, en se plaçant dans un cadre de régime de change fixe, une entrée massive de capitaux va déclencher une augmentation de la masse monétaire et par suite l'inflation. Afin d'éviter ce problème, la banque centrale doit diminuer son offre de la monnaie en augmentant les taux d'intérêts et donc appliquer une politique monétaire restrictive. Cela va stimuler l'appréciation de la monnaie nationale et par suite une détérioration de la compétitivité. A l'inverse, une sortie massive de capitaux va inciter la banque centrale à diminuer les taux d'intérêts afin d'augmenter son offre de la monnaie, en pratiquant une politique monétaire expansive. Cela va engendrer la dépréciation de la monnaie locale puisque la banque des banques ne peut plus défendre une grille de parités fixes, puisque ses réserves de changes sont limitées. Ainsi, ces sorties contribuent à la création de situations critiques pour l'économie. [Prasad et al \(2003\)](#) affirment que le processus de libéralisation du compte capital s'est habituellement accompagné d'une vulnérabilité accrue aux crises.

D'après [le tableau 4](#), la variation des capitaux privés entre 1996 et 1997 est de -105,1 milliards de dollars, c'est-à-dire que ces cinq pays d'Asie ont connu une sortie massive des flux de capitaux. Dans ce sens, le financement extérieur total net a connu une diminution de 77,6 milliards de dollars pour la même période. Nous pouvons alors conclure que le déclenchement de la crise bancaire⁵² était couplé à une crise de change (dévaluation de monnaies locales). Cela a conduit les investisseurs à se débarrasser de leurs titres qu'ils détenaient dans ces pays (sortie de l'équivalent de 10% du PIB de cette zone).

⁵² La crise bancaire s'est manifestée par les emprunts en devises, généralement des dollars, réalisés par les banques nationales pour les prêter à ses clients en monnaie nationale.

Tableau II.4. Le financement extérieur de cinq pays asiatiques⁵³ entre 1996 et 1997 (les valeurs sont en milliards de dollars)

	1996	1997	Variation 1996-1997
Capitaux privés	93,0	- 12,1	- 105,1
Investissements directs	7,0	7,2	0,2
Investissements de portefeuille	12,1	- 11,6	- 23,7
Capitaux du secteur bancaire	55,5	- 21,3	- 76,8
Autres créanciers non bancaires	18,4	13,7	- 4,7
Capitaux publics et officiels	- 0,2	27,2	27,4
Financement extérieur total net	92,8	15,2	- 77,6

Source : Miotti L., Plihon D. 2001, p. 8.

La parfaite mobilité des capitaux et l'indépendance monétaire sont incompatibles avec un régime de change fixe. Comme il a déjà été mentionné, la flexibilité de la monnaie est essentielle pour la mobilité parfaite des capitaux, puisque le pays dont la banque centrale choisit un régime de change fixe ne jouit pas d'une politique monétaire indépendante. En effet, le taux d'intérêt est fixé selon la monnaie d'ancrage et non pas à travers la volonté monétaire de l'Etat. « **Of course, free movements of capital are also incompatible with fixed effect but adjustable exchange rates. Thus, unless countries are prepared to fix the values of their currencies permanently to a leading currency, or to adopt a leading currency as their own national currency, they may reasonably choose to preserve the right to control at least certain kinds of capital movements into and out of their jurisdictions** »⁵⁴.

En regroupant les informations sur la libéralisation des flux de capitaux, nous soulignons que la libéralisation du compte capital stimule la volatilité du taux de change réel qui peut être à l'origine des crises financière.

II.1.2.3. Comportement spéculatif

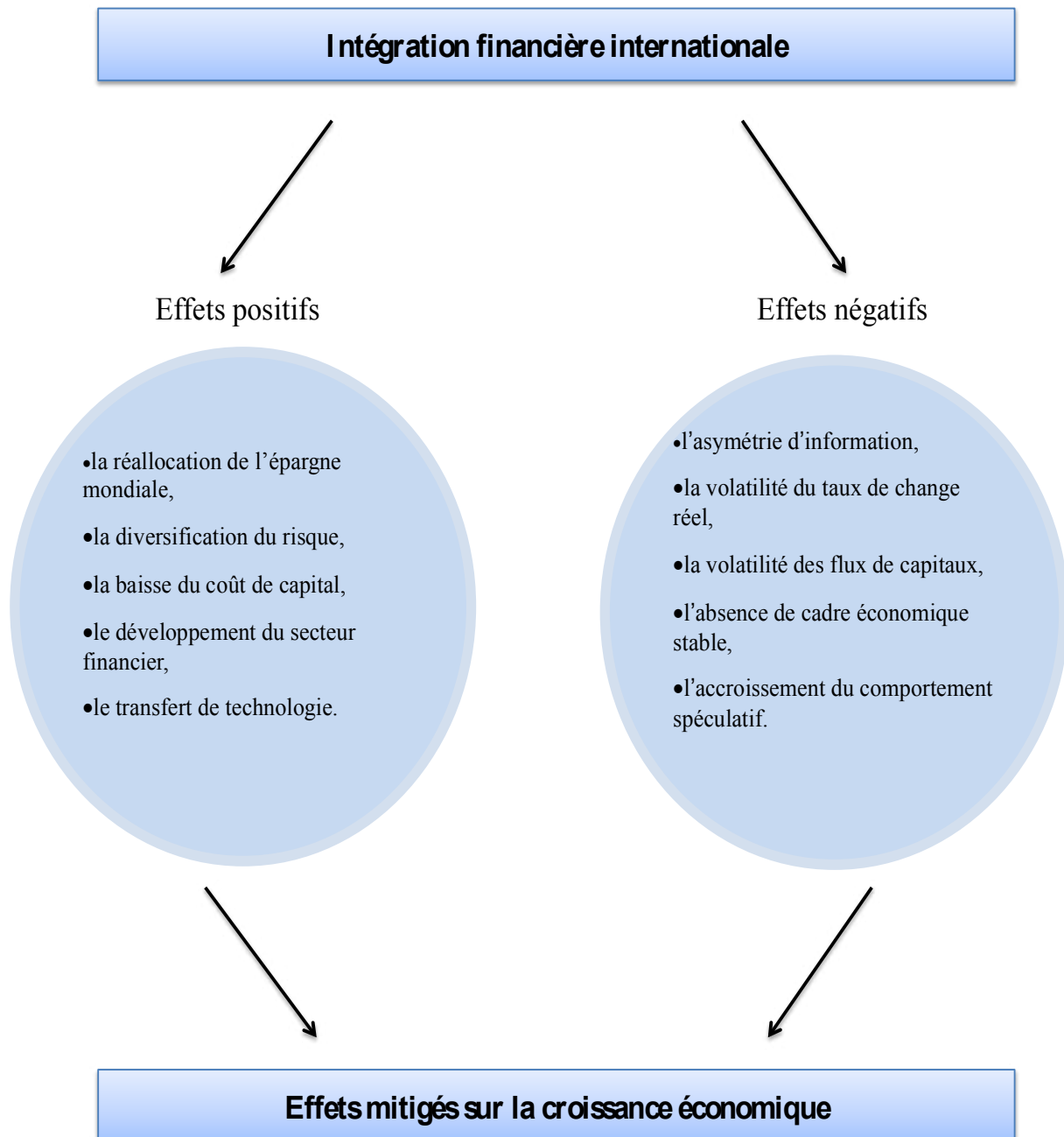
La spéculation est définie comme étant les transactions de ventes et d'achats des biens ou des titres avec l'intention de les céder (en cas de revente) ou de les acquérir (en cas de rachat) dans une date future avec l'espoir de réaliser un gain suite aux fluctuations des prix. La

⁵³ Les cinq pays asiatiques sont : Corée du Sud, Indonésie, Malaisie, Thaïlande, Philippines.

⁵⁴ Fisher S., Cooper N., Dornbusch R., Peter M., Massad C., Polak J., Rodrik D., Tarapore S. 1998 " SHOULD THE IMF PURSUE CAPITAL-ACCOUNT CONVERTIBILITY? " Essays in International Finance N°: 207, pp: 18-19.

libéralisation du compte capital dans les pays en voie de développement a facilité l'entrée de nouveaux agents économiques étrangers sur le marché domestique.

Graphique II.18. Canaux par lesquels la libéralisation du compte capital agit sur la croissance



Ainsi, l'augmentation de la concurrence a déclenché d'une part, une baisse de la rentabilité des opérations bancaires traditionnelles (effet prix) puisque les entreprises peuvent subvenir à leurs besoins de liquidité en émettant des valeurs mobilières, et d'autre part, une diminution du nombre des clients (effet quantité) parce que ces derniers peuvent se financer directement sur le marché monétaire et financier. De ce fait, les banques vont accroître les prises de

risque et les opérations de nature spéculative afin de réduire le manque à gagner suite à l'adoption du processus libéral. Le comportement spéculatif stimule les crises bancaires.

D'autre part, les positions spéculatives sur le taux de change se manifestent par une conduite favorisant les retraits massifs de placements en monnaie locale au profit de placements à l'étranger et par conséquent, à la dévaluation de la devise nationale. Ainsi, le comportement spéculatif qui se base sur l'exploitation des différentiels de taux d'intérêt et l'anticipation sur les mouvements de change, précipite les crises de changes (par exemple, le cas du Brésil en 1998)⁵⁵. On peut affirmer que le comportement spéculatif favorise le déclenchement des crises bancaires et les crises de changes. Le graphique 18, nous donne une synthèse théorique de l'effet de la libéralisation des flux de capitaux sur la croissance.

II.2. La libéralisation du compte capital et croissance économique : une revue de la littérature empirique⁵⁶

Les résultats des exercices empiriques menés par les chercheurs concernant le rapport entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique montrent une vaste divergence.

II.2.1. Les travaux empiriques montrant l'existence d'une relation positive entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique

L'étude de Quinn (1997) est l'une des premières à saisir une relation positive entre la libéralisation des mouvements de capitaux et la croissance économique. Ce chercheur a construit une nouvelle mesure de la libéralisation du compte capital qui varie entre 0 et 4. En effet, l'indicateur de Quinn est basé sur les analyses descriptives qui sont liées aux restrictions du compte capital. En utilisant le rapport annuel (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange restrictions) du Fonds Monétaire International, il fixe une valeur pour l'intensité des restrictions sur les paiements du compte capital (les barrières sur les sorties des capitaux) et une deuxième valeur pour l'intensité de contrôle sur les recettes du compte capital (les obstacles mis en œuvre pour l'entrée des capitaux). La somme de ces deux critères nous donne le degré de l'ouverture du compte capital. Les valeurs sont présentées comme suit : une valeur zéro signifie que les opérations concernant la circulation des capitaux sont interdites, une note de 0,5 s'il existe des restrictions réglementaires comme les obstacles judiciaires, une évaluation de 1 quand les transactions financières sont soumises à des taxes

⁵⁵ Ennajar, R., & Laurent, P. (2005). Sorties de capitaux: le vrai péché originel des pays émergents. *Economie internationale*, (3), 121-153.

⁵⁶ Voir l'annexe II.1 pour le tableau récapitulatif des études empiriques.

élevées, une valeur de 1,5 au cas où les taxes sont moyennes et enfin une note de 2 si les restrictions sont abolies.

Dans la conclusion de son étude, ce chercheur trouve que la libéralisation du compte capital a un effet très significatif sur la croissance de PIB réel par habitant, en utilisant une coupe transversale de 63 pays au cours de la période allant de 1960 à 1989. Les arguments qu'il avance pour expliquer la survenance de ce signe sont les suivants :

- L'entrée des capitaux, comme les investissements directs étrangers, va encourager la diversification des risques et des emprunts, et par conséquent l'augmentation de l'investissement et la relance de l'activité économique.
- La libéralisation du compte capital va renforcer l'efficience au sein du système financier, le développement des marchés nationaux et la manipulation des nouvelles technologies.

Les inconvénients de cet indicateur peuvent se répartir en 3 points. Tout d'abord, il existe un problème de disponibilité, puisque les données ne sont disponibles que pour les 20 pays de l'OCDE pour la période qui s'étale de 1950 jusqu'à 1997 et pour 43 pays non membre de l'OCDE pour les années 1958, 1973, 1982 et 1988. Ensuite, Quinn a mentionné des valeurs en fonction de sa lecture descriptive, et par conséquent les notes de degré de l'ouverture du compte capital ne seront pas parfaitement similaires à la réalité. Enfin, l'auteur n'a pas distingué les effets liés à l'ouverture du compte capital de ceux de l'ouverture totale puisqu'il a utilisé sept catégories de mesures : quatre portants sur le compte courant, deux sur le compte capital et une sur les accords internationaux.

En outre, [Klein et Olivei \(1999\)](#) relèvent un effet positif de la libéralisation du compte capital sur la croissance dans les économies industrialisées sans que leur résultat ne soit confirmé pour les économies non industrialisées. Ainsi, les chercheurs ont utilisé l'indicateur de Share⁵⁷ qui prend une valeur égale à 0,5 si le marché des capitaux, pour un pays donné, est ouvert (éliminations des restrictions) pendant cinq ans sur une période de dix ans. Ainsi, la valeur de cet indice varie de 0 jusqu'à 1 suivant les années durant lesquelles le compte capital se trouve libéralisé. Leurs résultats montrent que la libéralisation du compte capital affecte positivement le développement financier et la croissance économique uniquement pour le sous-échantillon

⁵⁷ Cet indicateur découle de la mesure binaire du FMI de la ligne E2 du rapport annuel (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange restrictions) du fonds monétaires international, qui nous informe sur les restrictions pour les opérations en capital sur la base de la citoyenneté ou de la résidence des agents qui transigent.

des économies hautement industrialisées (les pays de l'OCDE). De ce fait, les chercheurs concluent que les pays ayant ouvert leur compte capital sur la période d'étude ont connu une augmentation significativement plus importante du développement financier que les pays qui ont gardé des restrictions sur les opérations en capital. En outre, la libéralisation du compte capital ne peut pas fournir les mêmes prestations à tous. En particulier, la libéralisation des mouvements de capitaux doit être accompagnée par des politiques économiques adéquates et des institutions financières capables de faire face aux changements de l'environnement macroéconomique.

Alternativement, [Bailliu \(2000\)](#) arrive à la conclusion que les entrées de capitaux stimulent la croissance économique, néanmoins le résultat trouvé n'est valide que pour les économies dont le secteur bancaire a atteint un certain niveau de développement. Ainsi, le secteur financier intérieur joue un rôle primordial en ce qui concerne l'influence de la libéralisation des flux de capitaux sur la croissance économique. L'auteur a utilisé une méthodologie de données de panel dynamique pour 40 pays en développement entre 1975 et 1995 et il a employé le rapport des flux net de capitaux au PIB comme mesure de la l'ouverture du compte capital. Il a constaté que l'effet global des flux nets de capitaux sur la croissance ne sera positif que si les actifs domestiques des banques commerciales représentent plus de 58 % du total des actifs de toutes les banques y compris la banque centrale. En d'autres termes, les pays dont l'intermédiation financière est effectuée par les banques commerciales (baisse de l'intervention de la banque centrale) vont réaliser une croissance économique plus considérable suite à la libéralisation du compte capital.

Parallèlement, [Edwards \(2001\)](#) a employé deux indicateurs pour mesurer le degré d'ouverture du compte capital. Le premier qui est appelé « NUYCO » est un indice basé sur le nombre d'années pendant lesquelles un pays a ouvert son compte capital et qui est utilisé par Alesina, [Grilli et Milesi-Ferretti \(1995\)](#), et par [Rodrik \(1998\)](#). Le deuxième est nommé « CAOPEN » reflétant l'indice de [Quinn \(1997\)](#) et prend une valeur comprise entre 0 et 4 avec des additions de 0,5 selon le niveau des restrictions sur les flux de capitaux. L'auteur a utilisé le test statistique de Kruskal-Wallis sur un échantillon de 61 pays dont 40 sont des pays émergents et 21 sont des pays avancés sur trois périodes 1981-1985, 1986-1990 et 1981-1990. Il trouve que l'indice NUYCO présente des limites, à savoir qu'il ne différencie pas les contrôles rigoureusement administrés de ceux qui sont légèrement libéralisés.

En outre, le chercheur en se référant à la méthode d'estimation MCO, montre que la variable Quinn et la variable variation Quinn sont significativement liées à l'augmentation de revenu par habitant. Cependant, Edwards ajoute un terme interactif qui est le produit du degré des restrictions sur le compte capital (CAPOP) et le logarithme de revenu par tête en 1980 (log GDPC) tel que le terme interactif = CAPOP $\times$ log GDPC.

La régression s'écrit de la façon suivante :

$$g_j = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CAPOP}_j + \alpha_2 (\text{CAPOP}_j \times \log \text{GDPC}_j) + \alpha_3 \text{human65}_j + \alpha_4 \log \text{GDPC65}_j + \epsilon_j.$$

Avec CAPOP : le degré de la libéralisation du compte capital mesuré par NUYCO et CAPOPEN, human65: une mesure du capital humain, GDPC65_j : le logarithme de revenu par tête en 1965 et ϵ_j : terme d'erreur.

L'estimation affiche un impact négatif de l'ouverture du compte capital CAPOP sur la croissance économique tandis qu'elle est positive pour le terme interactif. Finalement, les résultats prouvent que l'ouverture du compte capital détériore la croissance des pays à faible niveau de revenu mais améliore la croissance des pays industrialisés.

Continuellement, Arteta, Eichengreen et Wyplosz (2001) ont utilisé un échantillon de 61 pays couvrant les périodes 1973-1981, 1982-1987 et 1988-1992, et trouvent que les coefficients des variables sont plus limités à partir de 1982 puisque la libéralisation des flux de capitaux a été rompue par la crise de la dette, et ces pondérations sont plus considérables après 1987 étant donné la reprise des investissements de portefeuille à grande échelle. Les chercheurs utilisent la variable dépendante qui est le taux de croissance du PIB réel par habitant, et les variables indépendantes qui sont réparties en quatre groupes, à savoir les variables de contrôles, les variables du développement financier, les variables de l'ouverture du compte capital et les variables de non-ouverture du compte capital. Ainsi, ils introduisent deux termes d'interaction de compte capital en multipliant la mesure de l'ouverture Quinn à la fois par la mesure de l'ouverture Sachs-Warner (1995) et par la prime du marché noir. Dans ce cadre, l'indice Sachs-Warner classe les pays comme ouverts si aucun des cinq critères suivants ne s'applique : le pays adapte des taux tarifaires moyens supérieurs à 40 %, ses barrières non tarifaires couvrent en moyenne plus de 40 % des importations, il a une économie socialiste⁵⁸,

⁵⁸ L'Économie socialiste est un système économique caractérisé par la propriété collective des principaux moyens de production.

l'Etat détenait le monopole des principales exportations et sa prime du marché noir a dépassé 20%. Autrement dit, les quatre premiers critères devraient nous permettre de tester l'idée que la mobilité des capitaux est insignifiante pour une économie dont le commerce est très limité, tandis que le cinquième critère est un indicateur des politiques macroéconomiques et des conditions incompatibles avec le taux de change administrés d'un pays⁵⁹, et qui nous permet de tester l'hypothèse selon laquelle la libéralisation du compte capital n'est efficace que si le pays a éliminé les déséquilibres macroéconomiques. Les auteurs constatent que le terme d'interaction qui évoque le produit de l'ouverture du compte capital et la prime du marché noir est important, mais l'autre terme de l'interaction, représentant le produit de la mesure de l'ouverture Sachs-Warner et l'ouverture du compte capital, n'est lui, pas significatif. Ils expliquent ces résultats par le fait que les pays qui ont libéralisé leurs comptes de capitaux se développent plus rapidement, mais seulement si le pays est caractérisé par une stabilité macroéconomique (réduire voir éliminer la prime du marché noir).

Dans ce contexte, [Bekaert, Harvey et Lundblad \(2005\)](#) utilisent un échantillon de 95 pays sur une période allant de 1981 à 1997 afin de montrer l'impact de libéralisation boursière sur la croissance économique. Ainsi, ils ont utilisé la date de la libéralisation officielle c'est-à-dire la date de modification de la réglementation de tel sorte que les investisseurs étrangers ont officiellement la possibilité d'acquérir des titres sur le marché domestique. Cette variable prend une valeur de « 1 » si le marché boursier est officiellement libéralisé et « 0 » si non. Les chercheurs ont également employé une variable appelée “First Sign”, qui représente les dates de libéralisation du marché boursier, dénotant l'année associée à la première des trois dates suivantes : la libéralisation officielle, la première année de l'activation des ADR⁶⁰ (American Depositary Receipt) et la première année de l'activation de Fond pays⁶¹ (country fund). Enfin, ils proposent un indicateur qui mesure l'intensité de la libéralisation du marché boursier. Ainsi, pour chaque pays émergent, Standard and Poor et International Finance Corporation (SP / IFC)⁶² calculent deux indices, le premier, appelé indice global (IFCG) est conçu pour représenter l'ensemble du portefeuille de marché. Le deuxième, nommé l'indice investable (IFCI) est créé pour représenter la partie du marché qui est à la disposition des investisseurs étrangers, c'est-à-dire la capacité de ces derniers d'acheter et de vendre des actions et rapatrier

⁵⁹ Plus le taux de change réel est surévalué, plus strict sera le contrôle de change et donc plus importante sera la prime de marché parallèle.

⁶⁰ Les ADR sont des certificats des titres américains de dépôts.

⁶¹ Le Fond pays est un produit financier qui fait partir du portefeuille des actions.

⁶² [Edison, H. J., & Warnock, F. E. \(2003\)](#). A simple measure of the intensity of capital controls. *Journal of Empirical Finance*, 10(1), 81-103.

les capitaux, les gains en capital et les dividendes. L'IFCI est un sous-ensemble de l'IFCG. Cette mesure est comprise entre 0 et 1 telle l'équation qui s'écrit comme suit :

$$FOR_{i,t} = 1 - \frac{MC_{i,t}^{IFCI}}{MC_{i,t}^{IFCG}}$$

Avec :

- $FOR_{i,t}$ est une mesure du niveau des restrictions à la propriété étrangère pour le pays i à une date t ,
- La capitalisation boursière de l'indice investable (IFCI) pour le pays i à une date t .
- La capitalisation boursière de l'indice global (IFCG) pour le pays i à une date t .

La valeur zéro représentant un marché totalement ouvert, sans aucune restriction, et une valeur de 1 indique que le marché est complètement fermé. De plus, les auteurs ont comparé les indices de la libéralisation des marchés boursiers avec les indicateurs de l'ouverture du compte capital qui sont basés sur les informations du FMI et l'indice de [Quinn \(1997\)](#). Suite à cette comparaison, ils ont su spécifier les pays qui ont enregistré à la fois la libéralisation de leur marché boursier et leur compte capital. Les chercheurs ont conclu par le fait que la libéralisation du marché boursier, qui permet aux investisseurs étrangers de faire des transactions sur le marché domestique, favorise l'augmentation de la croissance économique. Ainsi, la libéralisation du marché boursier conduit à une extension d'environ 1 % de la croissance annuelle du PIB réel par habitant. Ils montrent que les pays ayant des systèmes juridiques appropriés, de bonnes institutions, des conditions favorables à l'investissement étranger et la protection des investisseurs, engendrent des effets de croissance plus élevés. De plus, [Chanda \(2005\)](#) constate que le contrôle des flux de capitaux entraîne une plus grande inefficacité et une croissance plus faible parmi les pays ayant un haut degré d'hétérogénéité ethnique et linguistique.

En outre, [Henry \(2007\)](#) critique les travaux qui ne révèlent aucun effet de la libéralisation du compte capital sur les variables réelles. D'après ce chercheur, les études qui testent réellement la théorie classique de la libéralisation montrent que l'ouverture du compte capital a des effets significatifs sur le coût du capital, l'investissement et la croissance économique. En effet, l'absence de ces retombées bénéfiques découle d'un certain nombre de problèmes. Premièrement, les études transversales testent un effet permanent de la libéralisation sur la

croissance, alors que la théorie affirme que l'impact devrait être temporaire. Deuxièmement, plusieurs articles ne prennent pas en considération l'hétérogénéité de leurs échantillons. Autrement dit, l'échantillon inclut à la fois des pays développés et des pays en développement. Troisièmement, il existe certaines erreurs liées à la mesure de l'indicateur de libéralisation. Par exemple la mesure SHARE entrave les tentatives empiriques de capturer l'impact de la libéralisation sur l'économie réelle. En effet, cette mesure ne précise guère les raisons des variations de l'ouverture (l'assouplissement des restrictions sur les entrées ou les sorties de capitaux). En guise de conclusion, [Henry \(2007\)](#) a souligné que la libéralisation du compte capital incite temporairement les pays à investir et à se développer de manière significative.

[Carmignani \(2008\)](#) montre que la littérature a mis l'accent sur deux principaux effets macroéconomiques de la libéralisation du compte capital. D'une part, le renforcement du système financier à travers l'augmentation de la liquidité du marché suite à l'élimination des restrictions sur les flux de portefeuilles internationaux, et d'autre part, une plus grande présence des banques étrangères encourage l'efficacité de l'intermédiation financière domestique. Il estime un système de trois équations où la croissance, le développement financier (FINDEV) et l'ouverture du commerce (OPEN) sont des variables dépendantes et non pas des variables de contrôles. Les équations étaient les suivantes :

$$y_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 x_{i,t} + \alpha_2 f_{i,t} + \alpha_3 s_{i,t} + \beta_1 M_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$f_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 x_{i,t} + \gamma_2 y_{i,t} + \gamma_3 s_{i,t} + \beta_2 \Gamma_{i,t} + u_{i,t} \quad (2)$$

$$s_{i,t} = \omega_0 + \omega_1 x_{i,t} + \omega_2 y_{i,t} + \omega_3 f_{i,t} + \beta_3 K_{i,t} + \varsigma_{i,t} \quad (3)$$

Y est le taux de croissance du PIB réel par habitant, f est la variable FINDEV qui sera représentée par le crédit au secteur privé en pourcentage du PIB, s est la variable OPEN qui sera définie comme la somme des importations et des exportations en proportion du PIB, x est la mesure de la libéralisation du compte capital appelée (CAL) qui est représentée par l'indice Chinn et Ito, M , K et Γ sont des variables de contrôles qui pourraient avoir certains éléments en commun, et $\epsilon_{i,t}$, $u_{i,t}$ et $\varsigma_{i,t}$ sont les termes d'erreur de chaque équation.

L'auteur a estimé le modèle en utilisant un échantillon de 79 pays sur la période 1970-2000. Il obtient trois principaux résultats. Tout d'abord, CAL stimule d'une manière significative les deux variables FINDEV et OPEN. Deuxièmement, ces deux dernières variables favorisent la

croissance. Enfin, ces deux premiers résultats pris ensemble impliquent que le développement financier et l'ouverture du commerce sont les canaux par lesquels la libéralisation du compte capital agit sur la croissance.

II.2.2. Les travaux empiriques rejetant l'existence d'une relation positive entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique

Plusieurs études ont conclu à l'absence de corrélation entre l'ouverture et la croissance. Dans ce cadre, [Grilli et Milesi-Ferretti \(1995\)](#) utilisent la croissance moyenne du revenu réel par habitant comme variable dépendante sur la période allant de 1966 à 1989 pour 61 pays développés et en développement. Ils utilisent trois indicateurs de l'ouverture en introduisant des variables muettes qui prennent la valeur de « 1 » quand le pays met en place des restrictions sur les flux de capitaux pour une année donnée, et zéro si non. Le premier indicateur (CAPCONTR) reflète les restrictions sur les paiements pour les transactions en capital qui se réfèrent seulement aux barrières des fonds appartenant à des résidents ; le deuxième indice (MULTER) indique l'application d'un taux de change séparé sur les opérations en capital qui s'expliquent essentiellement par de multiples pratiques monétaires, ainsi que l'application d'un taux unitaire pour les opérations avec un certain groupe de pays et un autre taux unitaire différent pour les transactions avec d'autres pays. De ce fait, les deux premiers indices nous dévoilent les contrôles exercés sur les flux de capitaux. Cependant, le troisième indicateur (CURRCON) représente les restrictions sur les paiements des opérations courantes à travers l'insertion des barrières réduisant les transactions courantes. Ainsi, cet indice a été introduit dans l'étude puisque les transactions courantes peuvent être utilisées pour échapper aux restrictions sur les transactions de capitaux par des pratiques telles que la surfacturation des importations et la sous-facturation des exportations. Conformément à la littérature empirique sur la croissance, les auteurs incluent le logarithme du PIB initial et le niveau de scolarité initial parmi les variables explicatives. En plus, ils incluent d'autres variables exogènes à la régression telles que les mesures de l'indépendance des banques centrales, le degré de l'ouverture commerciale et les facteurs politiques. Les estimations empiriques n'affichent aucun rapport de l'impact de la libéralisation du compte capital sur la croissance économique. Les chercheurs expliquent ce résultat par les arguments suivants : (i) le contrôle de capitaux permet de gérer le taux de change, et de limiter la perte de devises lorsque le compte courant est déficitaire, (ii) les contrôles financiers peuvent faciliter l'imposition du capital domestique pour les pays qui ont un système fiscal sous-développé et une assiette fiscale stricte sur les revenus et (iii) les barrières aux afflux et reflux de capitaux

permettent aux gouvernements d'éviter la fuite des capitaux. En outre, les restrictions sur le compte capital sont plus susceptibles d'être imposées dans les pays les plus pauvres (revenu par tête faible) qui ont des systèmes fiscaux sous-développés, avec un régime de change fixé par la banque centrale.

En outre, [Kraay \(1998\)](#) utilise une variété de variables dépendantes comprenant la croissance du PIB réel par habitant, la croissance du PNB réel par habitant, l'investissement intérieur brut en tant que fraction du PIB, et le logarithme du taux annuel moyen d'inflation calculé par l'indice des prix à la consommation. Les variables explicatives incluent, d'une part, les variables de contrôle qui présentent des moyennes, sur la période d'étude allant de 1985 à 1997, du logarithme du PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat, la croissance démographique, les taux de scolarisation dans le secondaire, et un ensemble de variables régionales, et d'autre part, des mesures de l'ouverture du compte capital. L'auteur, en utilisant la méthode des MCO pour l'estimation des régressions, ne parvient pas à trouver un effet significatif de la libéralisation du compte capital sur la croissance. Il avance deux arguments expliquant l'absence des avantages macroéconomiques suite à la libéralisation du compte capital: (i) la volatilité accrue des capitaux, et (ii) l'absence d'un environnement politique et institutionnel favorable. De plus, il légitime les résultats trouvés à travers deux interprétations : la première est que les mesures de la libéralisation du compte capital et les politiques de soutien nécessaires sont pauvres, et la deuxième est que les effets favorables de la libéralisation des flux de capitaux sur la croissance, l'investissement et l'inflation sont trop petits voire inexistants.

Au delà de cela, [Rodrik \(1998\)](#) met en question l'effet de la libéralisation du compte capital sur la croissance économique en utilisant un échantillon qui comprend 100 pays, en voie de développement ainsi que développés, sur la période 1975-1989. Il ne trouve aucun effet significatif de la libéralisation du compte capital. Il souligne que les avantages de la suppression des contrôles de capitaux restent à démontrer puisque l'élimination des restrictions peut être accompagnée par des crises financières. En effet, la libéralisation du compte capital engendre des risques majeurs comme l'augmentation de la liquidité à laquelle les emprunteurs dans un pays en particulier ont accès, il y aura ainsi une élévation considérable des dettes extérieures et une hyperinflation, et un accroissement du risque systémique par la propagation des crises d'un marché à l'autre.

II.3. La libéralisation du compte capital, qualité institutionnelle et croissance économique

En utilisant un échantillon de 71 pays sur la période qui s'étale de 1976 à 1995, [Klein \(2005\)](#) trouve que la libéralisation du compte capital apporte une contribution significative à la croissance économique. Toutefois, cette relation n'est valide que pour un quart des pays de l'échantillon. Le chercheur déduit alors que la qualité des institutions est un déterminant important pour la relation ouverture-croissance. En outre, ses résultats démontrent une forte corrélation entre la qualité des institutions et le revenu par habitant. Les pays qui bénéficient de la libéralisation du compte capital sont ceux qui appartiennent à la classe des économies à revenu moyen supérieur. Parallèlement, [Arteta et al \(2001\)](#) montrent que les effets de la libéralisation du compte capital ne varient pas avec le développement financier mais varient selon le développement institutionnel (l'état de droit).

De son côté, [Honig \(2008\)](#) emploie un échantillon de 122 pays sur la période qui s'étale de 1970 à 2005. Ses résultats confirment l'impact positif de la libéralisation sur la croissance. Cependant, ce constat n'est pas amplifié dans les pays avec de meilleures institutions. [Edison et al \(2002\)](#) ont pris un échantillon de 57 pays pour la période qui s'étale de 1980 à 2000. En utilisant la méthode des moments généralisés (GMM), ils ne trouvent aucune preuve d'un effet positif de l'ouverture du compte capital sur la croissance économique, même en tenant compte de caractéristiques institutionnelles et financières. Autrement dit, les bonnes institutions, à savoir la lutte contre la corruption et l'autorité de la loi, associées à l'intégration financière internationale ne stimulent pas la croissance.

Notre recherche s'inspire alors de ces travaux, tout en menant une réflexion sur le rôle des institutions dans la région MENA et leurs effets sur la relation libéralisation du compte capital-croissance économique.

III. Libéralisation du compte capital et croissance économique dans la région MENA : investigation empirique

La section précédente offre un ensemble varié de résultats concernant l'effet de la libéralisation du compte capital sur la croissance économique, ainsi que la contribution du développement institutionnel. Dans cette section, nous présentons la méthodologie générale employée, puis les résultats empiriques trouvés et, enfin, nous vérifions la robustesse de nos résultats.

III.1. Méthodologie

III.1.1. Présentation des données

Nous mettons en œuvre des estimations économétriques portant sur un panel de 11 pays de la zone MENA qui sont : l'Algérie, l'Arabie saoudite, le Bahreïn, l'Égypte, l'Iran, la Jordanie, le Maroc, Oman, le Soudan, la Tunisie et la Turquie ; sur la période qui s'étale de 1986 jusqu'à 2012. Nous avons choisi cette période, et seulement ces onze pays, afin d'avoir une source continue et complète de données⁶³ pour tous les pays, mais aussi pour éviter le problème des valeurs manquantes (missing values). En outre, plusieurs données pour les pays de la région MENA ne sont pas disponibles ou ne sont pas communiquées à partir de 2012.

La variable endogène est le taux de croissance annuelle du PIB réel par habitant. Les variables explicatives englobent les variables de contrôle, les indicateurs de la libéralisation du compte capital et les mesures institutionnelles.

III.1.1.1. Les variables de contrôle

A partir de la revue de la littérature théorique et empirique, nous avons sélectionné six variables de contrôle, agissant sur la croissance économique, qui sont : le taux de scolarisation de l'enseignement primaire qui nous informe sur le stock de capital humain des pays (**EDUC**), le taux de croissance de la population qui nous informe sur le taux de fertilité dans les pays (**POP**), le taux d'investissement par rapport au PIB (**INV**) qui nous renseigne sur la formation brute de capital fixe de tous les agents économiques [gouvernement, entreprises et ménages], le taux d'inflation (**INF**) calculé par l'indice des prix à la consommation (IPC), la variable de l'ouverture commerciale (**TRADE**) qui est mesurée par le ratio des exportations et des importations au PIB [$(Exports + imports)/GDP$] et la variable de la consommation publique (**GOVC**) qui est calculée par le ratio de la consommation réelle des administrations publiques par rapport au PIB.

III.1.1.2. Les indicateurs de la libéralisation du compte capital

Nous allons employer deux indicateurs de la libéralisation du compte capital, à savoir la mesure *de jure* et *de facto*, respectivement. Ainsi, Chinn et Ito (2008) se sont basés sur une analyse en composante principale (ACP) pour bâtir un indicateur dynamique connu sous le

⁶³ La fréquence de nos données est annuelle. Pour plus de détails sur les définitions et les sources de données, voir l'annexe II.2.

nom de **KAOPEN** (mesure *de jure*), qui a pour objectif de mesurer le degré des restrictions sur les opérations financières du pays. Cet indicateur repose sur quatre variables binaires publiées par le rapport annuel du FMI (AREAER). Ces variables sont :

- K_1 : variable indiquant la présence d'un taux de change multiple (ligne B2),
- K_2 : variable indiquant la présence des restrictions sur les transactions du compte courant (ligne E1),
- K_3 : variable indiquant la présence des barrières sur les opérations du compte capital (ligne E2),
- k_4 : variable indiquant la présence de restrictions lors du rapatriement des bénéfices par les exportateurs (ligne G2).

Chacune de ces variables prend la valeur 0 en cas de présence de restriction et 1 si non. Dans ce cadre, la variable K_3 est remplacée par $SHAREK_3$ qui est calculé comme suit :

$$SHAREK_3 = \frac{(K_{3,t} + K_{3,t-1} + K_{3,t-2} + K_{3,t-3} + K_{3,t-4})}{5}$$

La variable $SHAREK_3$ présente la moyenne sur les cinq années où les restrictions ne sont plus effectives (le compte du capital est ouvert) avant l'année t . Sans oublier que l'intégration des autres variables à savoir K_1, K_2 et K_4 dans la mesure de l'indice de KAOPEN permet de cerner correctement le degré d'intensité réelle des contrôles des capitaux.

Par ailleurs la mesure *de facto* est développée par Lane et Milesi-Ferretti (2007). Ces chercheurs ont construit une mesure basée sur le volume de l'intégration financière internationale appelée **IFIGDP** et qui représente l'ouverture du compte capital de facto tel que :

$$IFIGDP_{i,t} = \frac{(FA_{i,t} + FL_{i,t})}{GDP_{i,t}}$$

Avec FA (FL) qui désigne le stock étranger des actifs (passifs)⁶⁴ par rapport au GDP qui définit le produit intérieur brut du pays i à l'instant t .

⁶⁴ Les actifs étrangers sont la somme des avoirs sur : les investissements en portefeuille, les investissements directs étrangers, les crédits accordés et les réserves (sans compter l'or puisqu'il ne constitue pas un passif d'un autre pays lorsqu'il est détenu par une banque centrale).

Les passifs étrangers sont la somme des engagements sur : les investissements en portefeuille, les investissements directs étrangers et les crédits reçus de l'étranger.

En outre, nous allons décomposer cette mesure en deux indices ; le premier est le stock brut d'avoirs extérieurs rapportés au PIB (**Assets**) et le deuxième est le stock brut d'engagements extérieurs rapportés au PIB (**Liabilities**). Ces deux mesures vont nous permettre de détecter l'impact des afflux et reflux des capitaux sur la croissance économique. De plus, la mesure des investissements directs étrangers (**FDI**) représente les rentrées nettes d'investissement pour acquérir une participation durable (10 % ou plus des actions avec droit de vote) dans une entreprise opérant au sein d'une économie autre que celle de l'investisseur.

III.1.1.3. Les mesures du développement institutionnel

Les mesures du développement institutionnel, tirées de la base des données de l'International Country Risk Guide (ICRG), sont :

La représentation démocratique (**Democ**) qui évalue comment le gouvernement réagit avec sa population. Cette mesure est comprise entre 0 et 6. Le maximum des points est attribué au pays qui se base sur des élections libres et un système judiciaire protégeant les libertés individuelles, alors que le minimum des points est attribué au pays dans lequel le leadership de l'État est porté par un seul individu (l'autocratie).

La corruption (**Corrupt**) qui se manifeste par des gratifications spéciales et des versements illégaux aux agents de l'État sous la forme de « pots-de-vin ». Cette mesure s'établit sur une échelle de 0-6: plus la note est basse, plus la corruption est élevée. Dans notre étude économétrique, nous avons inversé l'échelle de l'indice de corruption en soustrayant la valeur de l'ICRG de 6, de sorte que les valeurs élevées notifient un niveau de corruption élevé. Cette démarche, qui était utilisée par [Kunieda et al \(2014\)](#), permet de faciliter l'interprétation des résultats empiriques.

La qualité de la bureaucratie (**Bureau**) qui mesure la capacité de l'administration à mener des affaires courantes sans des changements radicaux dans les politiques majeures ni interruption des services publics. Cet indice est compris entre 0 et 4. La valeur 0 signifie que la qualité de la bureaucratie est mauvaise et corrompue, tandis que la valeur 4 indique que l'administration est efficace.

III.1.2. Méthode d'estimation

Nous allons utiliser la régression multi variables sur des données de panel puisque nous avons deux paramètres qui varient à savoir *i* et *t*, qui présentent respectivement le nombre de pays et

le temps. En effet, les données de panel présentent divers avantages sur les données transversales et les séries temporelles. Ces gains surviennent de l'analyse d'une information plus riche. En outre, cette étude utilise une méthodologie de données de panel dynamique⁶⁵ pour estimer la régression de la croissance sur un ensemble de pays. Il s'agit de l'estimateur de la Méthode des Moments Généralisés en panel dynamique, noté (GMM). Cette méthodologie permet de contrôler les effets spécifiques de chaque pays et de tenir compte de l'endogénéité potentielle des variables explicatives. De plus, les techniques économétriques standards comme les MCO, le modèle à effets fixes et le modèle à effets aléatoires ne permettent pas d'obtenir des solutions aux problèmes de biais de simultanéité, de causalité inverse et de variables omises puisque la variable dépendante retardée $\log(y_{i,t-1})$ figure dans la partie droite de l'équation. Sans oublier que la méthode des GMM sur panel dynamique présente la faculté de régénérer les instruments à partir des variables indépendantes contrairement à d'autres méthodes traditionnelles de variables instrumentales (2SLS, ou 3SLS), qui sollicitent la sélection de mesures, corrélées avec les variables explicatives et non corrélées avec la variable dépendante.

Dans le modèle à estimer, l'utilisation des variables retardées comme instruments diffère selon la nature des variables explicatives :

- Pour les variables exogènes, leurs valeurs courantes sont utilisées comme instruments.
- Pour les variables prédéterminées ou faiblement exogènes (des variables qui peuvent être influencées par leurs valeurs passées de la variable dépendante, mais qui restent non corrélées aux réalisations futures du terme d'erreur), leurs valeurs retardées d'au moins une période peuvent être utilisées comme instruments.
- Pour les variables endogènes, seules leurs valeurs retardées d'au moins deux périodes peuvent être des instruments valides.

On distingue deux types d'estimateur de GMM en panel dynamique : l'estimateur GMM en première différence et l'estimateur GMM en système. Le premier est issu de la méthode d'[Arellano et Bond \(1991\)](#) tandis que le deuxième est dérivé de la méthode de [Blundell et Bond \(1998\)](#).

⁶⁵ Un modèle dynamique est un modèle dans lequel un ou plusieurs retards de la variable dépendante figurent comme variables explicatives.

III.1.2.1. Estimateur d'Arellano et Bond (1991)

L'estimateur en première différence d'Arellano et Bond (1991) consiste à prendre pour chaque période la première différence de l'équation à estimer pour éliminer les effets spécifiques pays, et puis à instrumenter les variables explicatives de l'équation en première différence par leurs valeurs retardées d'une période ou plus.

Nous avons :

$$y_{i,t} = \delta Y_{i,t-1} + \beta X_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (1)$$

$$\mu_{i,t} = \omega_i + v_{i,t}$$

Avec ω_i = l'hétérogénéité individuelle et $v_{i,t}$ = le terme d'erreur

A l'instant t-1 nous avons :

$$y_{i,t-1} = \delta y_{i,t-2} + \beta X_{i,t-1} + \mu_{i,t-1} \quad (2)$$

L'équation en différence première est la suivante :

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = \delta (y_{i,t-1} - y_{i,t-2}) + \beta (X_{i,t} - X_{i,t-1}) + (v_{i,t} - v_{i,t-1}) \quad (3)$$

Ces chercheurs ont exprimé le modèle en différence première pour éliminer l'hétérogénéité individuelle.

Pour t=3 nous avons :

$$y_3 - y_2 = \delta (y_2 - y_1) + \beta (X_{i3} - X_{i2}) + (v_{i3} - v_{i2}) \quad (4)$$

y_{i1} est un instrument valide puisqu'il est fortement corrélé avec $(y_{i2} - y_{i1})$ et non corrélé avec le terme d'erreur $(v_{i3} - v_{i2})$.

Pour t=4 nous avons :

$$y_4 - y_3 = \delta (y_{i3} - y_{i2}) + \beta (X_{i4} - X_{i3}) + (v_{i4} - v_{i3}) \quad (5)$$

y_{i1} et y_{i2} sont des instruments valides ; y_{i2} est fortement corrélé avec $(y_{i3} - y_{i2})$ et non corrélé avec le terme d'erreur $(v_{i4} - v_{i3})$.

Pour t=T nous avons :

$$y_{i,T} - y_{i,T-1} = \delta (y_{i,T-1} - y_{i,T-2}) + \beta (X_{i,T} - X_{i,T-1}) + (v_{i,T} - v_{i,T-1}) \quad (6)$$

Pour la période T, les instruments convenables sont $y_{i1}, y_{i2} \dots y_{i,T-2}$.

Le problème avec cet estimateur est qu'il souffre de la faible corrélation des instruments avec les variables du modèle, ce qui déclenche des résultats biaisés dans des échantillons finis. L'estimateur GMM en différence première présente alors des limites. Ces insuffisances peuvent être soulevées en utilisant l'estimateur GMM en système.

III.1.2.2. Estimateur de Blundell et Bond (1998)

Les auteurs combinent les équations en première différence avec les équations en niveau. Les instruments dans l'équation en différences premières sont exprimés en niveau, et vice versa.

$$\begin{pmatrix} \Delta y_{i,t} \\ y_{i,t} \end{pmatrix} = \alpha \begin{pmatrix} \Delta y_{i,t-1} \\ y_{i,t-1} \end{pmatrix} + \beta \begin{pmatrix} \Delta X_{i,t} \\ X_{i,t} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \Delta v_{i,t} \\ \omega_i + v_{i,t} \end{pmatrix} \quad (7)$$

Dès lors, [Blundell et Bond \(1998\)](#) admettent que l'estimateur GMM en système est plus efficient que l'estimateur GMM en différence première. Ainsi, l'estimation par le GMM en système sera retenue dans notre étude.

III.1.2.3. Les tests économétriques

L'importance d'un estimateur « GMM » en système se fonde principalement sur deux tests primordiaux: i) le test de sur-identification de Sargan et/ou Hansen, ii) le test d'autocorrélation sur le terme d'erreur ($e_{i,t}$).

Le test de Sargan/Hansen

Le test de suridentification de Sargan/Hansen permet de tester la validité des variables retardées comme instruments. Il est construit sur l'hypothèse que le terme d'erreur ne doit pas être corrélé avec l'ensemble des variables exogènes si les instruments sont valides.

$$\begin{cases} H_0 : \text{Les variables instrumentales sont valides} \\ H_1 : \text{Les instruments retenus ne sont pas valide} \end{cases}$$

Si la p-value trouvée dépasse 1%, 5% ou 10%, l'hypothèse nulle de validité des instruments ne sera pas rejetée.

Le test d'auto-corrélation d'ordre 1 et d'ordre 2

Pour le test AR(1), l'hypothèse nulle signale l'absence d'auto-corrélation de premier ordre des erreurs de l'équation en niveau. Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence.

$$\begin{cases} H_0 : \text{Absence d'autocorrélation des erreurs} \\ H_1 : \text{Existence d'autocorrélation des erreurs} \end{cases}$$

Si la p-value trouvée est supérieur à 1%, 5% ou 10% l'hypothèse d'absence d'auto-corrélation des erreurs sera acceptée.

III.1.3. Les modèles à estimer

Cette étude adoptera deux modèles pour mesurer l'influence de l'ouverture du compte capital sur la croissance économique. Le premier, utilisera seulement les variables de contrôle et les variables de l'ouverture du compte capital comme variables explicatives. Le deuxième, quant à lui, déploiera les termes d'interaction entre les mesures institutionnelles et la mesure de la libéralisation des flux de capitaux. Le principe de l'étude empirique repose sur l'équation (1). Ainsi, Islam (1995) et Weeks et Yao (2003) ont introduit un terme autorégressif afin de traduire l'aspect dynamique de la croissance.

$$\ln(y_t) - \ln(y_{t-1}) = f(y_{t-1}, X'_t) \quad (1)$$

L'équation (1) peut s'écrire de la manière suivante :

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 y_{i,t-1} + \alpha_2 X_{i,t} + \alpha_3 IF_{i,t} + U_i + V_t + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$i = 1, \dots, 11, t = 1, \dots, 27$$

Avec :

- ❖ $y_{i,t}$ est logarithme népérien du PIB réel par habitant dans le pays i à la période t ,
- ❖ $y_{i,t-1}$ est logarithme népérien du PIB réel par habitant dans le pays i à la période $t-1$,
- ❖ $y_{i,t} - y_{i,t-1}$ est le taux de croissance du PIB réel par habitant,
- ❖ $X_{i,t}$ est la matrice des variables de contrôle,
- ❖ $IF_{i,t}$ est les variables indiquant l'ouverture du compte capital,

- ❖ U_i est l'effet spécifique pays,
- ❖ V_t est l'effet spécifique temporel,
- ❖ $\epsilon_{i,t}$ est le terme d'erreur.

La théorie suggère que le développement institutionnel affecte significativement la croissance du PIB réel par habitant [Knack and Keefer, 1995; Mauro, 1995; Dollar and Kraay, 2001]. Dans ce contexte, nous allons intégrer trois variables institutionnelles. En outre, Klein (2005) constate que l'impact de la libéralisation du compte capital sur la croissance économique n'est pas monotone, et dépend du niveau de qualité institutionnelle. Nous explorons empiriquement cette hypothèse, en introduisant un terme d'interaction entre le développement institutionnel et la variable KAOPEN de la libéralisation du compte capital. Par conséquent, l'équation (3) peut être spécifiée comme suit :

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 y_{i,t-1} + \alpha_2 X_{i,t} + \alpha_3 KAOPEN + \alpha_4 INST + \alpha_5 (KAOPEN * INST) + U_i + V_t + \epsilon_{i,t}$$

(3)

$$i = 1, \dots, 11, t = 1, \dots, 27$$

Avec :

- ❖ $y_{i,t}$ est logarithme népérien du PIB réel par habitant dans le pays i à la période t ,
- ❖ $y_{i,t-1}$ est logarithme népérien du PIB réel par habitant dans le pays i à la période $t-1$,
- ❖ $y_{i,t} - y_{i,t-1}$ est le taux de croissance du PIB réel par habitant,
- ❖ $X_{i,t}$ est la matrice des variables de contrôle,
- ❖ INST présente les mesures utilisées pour désigner le niveau de développement institutionnel,
- ❖ KAOPEN est la variable indiquant l'ouverture du compte capital,
- ❖ KAOPEN* INST est le terme d'interaction entre la qualité institutionnelle et l'ouverture du compte capital,
- ❖ U_i est l'effet spécifique pays,
- ❖ V_t est l'effet spécifique temporel,
- ❖ $\epsilon_{i,t}$ est le terme d'erreur.

III.2. Les résultats empiriques⁶⁶

Nous présentons, dans une première étape, le modèle qui prend en compte les effets de la libéralisation du compte capital sur la croissance économique dans les pays de la région MENA et, dans une seconde étape, le modèle avec les variables de la qualité institutionnelle, ainsi que les termes d'interaction.

III.2.1. L'impact de la libéralisation financière externe sur la croissance économique

Quel est l'impact de la libéralisation du compte capital sur la croissance économique? Afin de trouver des éléments de réponse à cette question, nous allons estimer l'équation (2). Les résultats de la régression sont résumés dans le tableau 6.

Pour le test AR (2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. Ainsi, il y a une absence d'auto-corrélation des erreurs puisque les p-values trouvées pour toutes les régressions sont supérieures à 10%. En outre, le test de sur-identification de Sargan/Hansen permet de tester la validité des variables retardées comme instruments. Les variables instrumentales sont valides pour les différentes régressions puisque les p-values trouvées sont supérieures à 10%.

Commentaires et implications pour la politique économique

L'hypothèse de convergence conditionnelle⁶⁷ implique une valeur négative du coefficient de la valeur retardée du PIB par tête. Au contraire, une valeur positive de ce coefficient signifie le rejet du processus de rattrapage. En effet, selon la théorie néoclassique⁶⁸, un pays qui se caractérise par un niveau relativement faible du PIB par habitant initial va réaliser une croissance plus importante, car il est d'autant plus loin de son état stationnaire et doit rattraper son retard (les pays émergents réalisent une croissance plus importante que les pays riches). Cependant, d'après nos résultats, le niveau initial du PIB par habitant est négatif, mais non significatif, dans toutes les estimations du tableau 6, ce résultat s'expliquant par le fait que, même si le capital accumulé est très faible dans les pays en développement, le taux de croissance peut aussi être très faible [Gritli et Charfi, 2016]

⁶⁶ Voir l'annexe II.3 pour les statistiques descriptives des variables.

⁶⁷ La convergence conditionnelle s'interprète comme le processus de rattrapage qui ne s'accomplira que sous certaines exigences macroéconomiques, politiques et institutionnelles.

⁶⁸ Le modèle néo-classique est développé par Ramsey (1982), Solow (1956), Swan (1956), et koopmans (1965).

Tableau II.6. La relation entre croissance économique et libéralisation du compte capital
(variable dépendante: croissance du PIB réel par habitant (en ln), 1986 à 2012).^a

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Libéralisation du compte capital^b	IFIGDP 0.0203997* (0.011)	Assets 0.0183282* (0.010)	Liabilities 0.0112462* (0.006)	FDI 0.0020908** (0.001)	KAOPEN 0.0076072 (0.005)
$y_{i,t-1}$ ⁶⁹	-0.0377995 (0.025)	-0.0458498 (0.033)	-0.0250061 (0.024)	-0.015023 (0.027)	-0.0136446 (0.010)
EDUC	-0.0908971 (0.085)	-0.0947576 (0.099)	-0.1055296 (0.081)	-0.1291901* (0.078)	-0.1246929* (0.073)
TRADE	0.0493109** (0.019)	0.044796** (0.019)	0.0514845** (0.022)	0.0416604* (0.024)	0.0353586 (0.025)
INF	-0.00071 (0.0005)	-0.0006873 (0.0004)	-0.0006908 (0.0005)	-0.0005749 (0.0006)	-0.0005731 (0.0005)
INV	0.0220775** (0.011)	0.0225165* (0.012)	0.0250222** (0.010)	0.0250327** (0.012)	0.0348953*** (0.011)
GOVC	-0.0372935 (0.032)	-0.0419619 (0.036)	-0.0368868 (0.029)	-0.0263606 (0.027)	-0.0535407** (0.025)
POP	-0.0075971*** (0.001)	-0.0074188*** (0.001)	-0.0076212*** (0.002)	-0.0090151*** (0.002)	-0.0087995*** (0.002)
_cons	0.5018174 (0.410)	0.6442862 (0.449)	0.4977652 (0.393)	0.5790761* (0.350)	0.6200027** (0.301)
Nombre d'observations	297	297	297	297	297
Sargan test (p-value)	0.249	0.544	0.211	0.593	0.592
AR (2) test (p-value)	0.219	0.226	0.224	0.179	0.260
Nombre d'instruments	55	55	55	55	55

Notes: Toutes les variables sont transformées en logarithme naturel sauf POP, INF, FDI et KAOPEN. Le test de Sargan est la statistique du test de validité des instruments. L'hypothèse nulle est que les instruments utilisés ne sont pas corrélés avec les résidus. AR(2) est la statistique du test d'autocorrélation des erreurs de second ordre d'Arellano-Bond. Les écarts types robustes sont entre parenthèses, * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %. La robustesse des résultats est vérifiée par l'utilisation de plusieurs indicateurs de libéralisation du compte capital. En effet, les variables de contrôle ne changent pas de signe. De plus, il convient de noter que les indicateurs de libéralisation du compte capital sont considérés comme endogènes, seules leurs valeurs retardées d'au moins deux périodes peuvent être des instruments valides [Saidi et Aloui, 2010]. **a.** La commande "xtabond2" dans STATA reporte par défaut les statistiques du test de tests Sargan / Hansen et les tests d'autocorrélation du premier et du deuxième ordre [Roodman, 2006]⁷⁰. **b.** Nous introduisons pour chaque régression l'une des cinq variables utilisées pour mesurer la libéralisation du compte capital.

⁶⁹ L'estimation du modèle en panel dynamique par la commande **xtabond2** donne la valeur β du coefficient du PIB par tête retardé. Ainsi, il faut calculer la valeur de coefficient de cette variable qui est $\beta - 1$ dans le modèle de croissance. Il faut également calculer le p-value du coefficient $\beta - 1$ qui est égale à $\frac{\beta - 1}{\text{écart-type de } \beta}$. La commande **lincom** de Stata a été utilisée afin de nous procurer les valeurs de la variable **log** ($y_{i,t-1}$) comme présenter dans les régressions ci-dessus.

⁷⁰ Roodman, D (2006). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. The Stata Journal, 9(1), 86–136.

Les coefficients du capital humain (**EDUC**) sont négatifs et statistiquement significatifs dans les deux colonnes (4) et (5). Ce résultat contredit la littérature traditionnelle sur la relation capital humain – croissance économique. Dans ce cadre, [Mankiw et al \(1990\)](#) trouvent une relation positive entre le taux de scolarisation et la croissance économique. Ils expliquent ce résultat par le fait que l’investissement dans l’éducation peut contribuer indirectement à la croissance économique en réduisant la fertilité et en améliorant la santé et l’espérance de vie. De plus, l’accumulation du capital humain favorise l’augmentation de l’épargne, et par conséquent le niveau de revenu sera plus élevé. Toutefois, [Levin et Raut \(1997\)](#) montrent que cette relation statistique n’est pas toujours évidente. En effet, le signe attendu de cette variable va dépendre de (i) l’échantillon des pays choisis, (ii) la période de temps désignée et (iii) les variables explicatives introduites dans les régressions économétriques. Dans ce contexte, nos résultats sont cohérents avec les résultats empiriques obtenus par [Pritchett \(2001\)](#). Bien sûr, l’investissement dans l’éducation implique également des coûts importants par élève en termes de structures et de personnel. Alternativement, l’accroissement des salaires peut entraîner le déclin du pays si les nouveaux diplômés se dirigent en masse vers des secteurs “improductifs” tels que l’administration publique (le secteur privé n’a plus besoin de jeunes travailleurs qualifiés suite à l’augmentation de la population éduquée). Par ailleurs, la faible qualité de l’éducation ne peut pas fournir les compétences et les connaissances nécessaires au développement économique. Ainsi, [Hanushek et Kimko \(2000\)](#) affirment qu’une année d’éducation dans un pays n’a pas le même rendement qu’une année d’éducation dans un autre pays.

En ce qui concerne l’indice de l’ouverture commerciale (**TRADE**), les résultats montrent que le coefficient de cette variable stimule positivement et d’une manière significative la croissance économique pour la majorité de nos estimations. Dans ce sens, [Edwards \(1998\)](#) et [Sachs & Warner \(1995\)](#) montrent que l’abaissement des barrières au commerce induit une croissance plus élevée. [Bekaert, Harvey et Lundblad \(2005\)](#) trouvent que le coefficient de l’ouverture commerciale est corrélé positivement et d’une manière significative à la croissance économique, montrant ainsi que les pays qui sont ouverts aux opérations commerciales auront une croissance plus élevée que ceux qui sont relativement fermés. En effet, les économies qui sont plus ouvertes au commerce international peuvent se développer plus rapidement en profitant des marchés de plus en plus efficaces.

Pour le taux d’investissement (**INV**), le coefficient relatif à cet indicateur est positif et significatif pour toutes les estimations. Ce résultat est prévu puisque les investissements

soutiennent la création des entreprises, l'emploi des nouvelles technologies, la réduction du chômage, et par conséquent une augmentation de la croissance économique.

A propos de la croissance démographique ((**POP**), le coefficient relatif à cette variable stimule négativement et d'une manière significative la croissance économique pour toutes les régressions. Ce résultat peut être expliqué par le fait que l'augmentation du taux de fécondité entraîne des ressources supplémentaires attribuées à l'éducation et à la santé plutôt qu'à la production de biens.

Le coefficient associé à la consommation publique (**GOVC**) est négatif et statistiquement significatif dans la dernière colonne (5). Dans ce cadre, Barro et Sala-i-Martin (1995) montrent que la variable « consommation de l'Etat » est destinée à capturer des dépenses publiques qui ne touchent pas directement la productivité, mais entraînera des distorsions des décisions privées. Ainsi, les dépenses publiques n'engendrent pas une valeur ajoutée. Parallèlement, le coefficient de la variable inflation (**INF**) influence négativement et d'une manière non significative la croissance économique dans les pays de la région MENA.

Les indices (**IFIGDP**), (**Assets**) et (**Liabilities**) de Lane et Milesi-Ferretti (2007), reflétant l'intégration financière internationale, stimulent positivement la croissance économique dans les pays de MENA. Deux tendances dessinent l'orientation de mouvement de capitaux dans cette région. D'un côté, si l'on considère la demande, un certain nombre d'économies auparavant dirigées par le secteur public s'ouvrent et s'engagent dans une série de réformes structurelles. D'un autre côté, sur le plan de l'offre, une forte liquidité due au boom pétrolier est disponible dans les pays du Golfe. En outre, les résultats montrent qu'une augmentation de 1 point des IDE en pourcentage de PIB dans les pays de MENA entraîne une augmentation de la croissance économique de 0,002 point, ce qui confirme les constats de Li et Liu (2005). Cela s'explique par le fait que les firmes multinationales incitent l'investissement domestique à travers plusieurs canaux tels que l'augmentation de la concurrence et de la productivité, la diffusion des techniques de contrôle et de gestion à leurs employés, le développement des courants d'échange avec l'étranger et la transmission du savoir-faire, en installant des nouvelles technologies. Ainsi, l'accès aux réseaux internationaux va permettre aux pays de MENA de mobiliser plus efficacement leurs ressources pour tirer profit de leurs avantages concurrentiels. Toutefois, le coefficient de la variable **KAOPEN** présente un signe non significatif. Cette relation peut être expliquée par le fait que la libéralisation des flux de capitaux n'est favorable à la croissance économique que sous certaines conditions. De ce fait,

nous allons utiliser notre second modèle afin de tester l'impact des termes d'interaction entre les indices mesurant la qualité de l'institution et la variable de la libéralisation des flux de capitaux (KAOPEN) sur la croissance économique dans les pays de la région MENA.

Sur le plan économique, les différences de résultats entre mesure *de jure* et *de facto* sont expliquées par le degré d'endogénéité de ces indicateurs. En effet, en plus d'être influencées par les politiques gouvernementales, les mesures «*de facto*» contiendraient normalement une composante exogène plus importante que les mesures «*de jure*», précisément parce qu'elles reflètent aussi des facteurs tels que l'histoire, la géographie et la politique internationale, qui sont normalement hors du contrôle des décideurs nationaux (Baltagi et al, 2009). Cela dit, nous reconnaissons que les discussions des avantages et des inconvénients théoriques des mesures *de jure* et *de facto* sont souvent difficiles à départager. En conséquence, nous utilisons à la fois les mesures *de facto* et *de jure* de l'ouverture financière.

III.2.2. Ouverture du compte capital et croissance économique : le rôle des institutions

Les institutions devraient jouer un rôle actif dans la libéralisation du compte capital. Pour vérifier cela, nous estimons l'équation 3. Le tableau 7 fournit les résultats de chaque spécification. Pour la première spécification, les variables de contrôle sont toujours de signes attendus. De même, la variable de l'ouverture du compte capital KAOPEN porte un signe positif (0.0257908) et statistiquement significatif.

Cependant la variable mesurant la représentation démocratique apparaît avec un signe négatif et significatif. Ce résultat peut être expliqué par le fait que le développement économique des pays en voie de développement n'est possible qu'en vertu de l'existence d'un régime autoritaire qui limite la participation aux affaires politiques et qui résiste aux demandes de la classe sociale pauvre [De Schweinitz, 1959]. Dans ce contexte, au cours des vingt dernières années, il y a eu des pays qui ont enregistré, dans le cadre de régimes autoritaires, des taux de croissance soutenue. C'est le cas notamment de la Chine qui a assuré une stabilité politique et une amélioration des conditions économiques.

En ce qui concerne la variable d'interaction (KAOPEN* Democ), les résultats montrent que cette mesure influence négativement la croissance économique. Dans ce contexte, Quinn et al (2001) trouvent que les avantages de la libéralisation du compte capital sont les plus évidents pour les démocraties industrielles avancées, alors que le terme d'interaction entre l'indice de

l'ouverture des flux de capitaux et la variable « démocratie » stimule négativement et d'une manière significative la croissance économique dans les pays émergents. La démocratie est une cible attractive qui ne peut être atteinte qu'après une maturation économique et sociale, c'est-à-dire que la population peut participer d'une manière habile à la vie politique.

Tableau II.7. La relation entre croissance économique et libéralisation du compte capital, tout en tenant compte de la qualité institutionnelle (variable dépendante: croissance du revenu réel par habitant (en ln), 1986 à 2012)

	S1	S2	S3
_cons	0.2442354* (0.126)	0.1892632 (0.121)	0.1760122 (0.134)
y_{i,t-1}	-0.0181335 (0.015)	-0.0142342 (0.015)	-0.0059058 (0.017)
INV	0.0393098** (0.019)	0.0454467*** (0.014)	0.0320158** (0.014)
GOVC	-0.0656388** (0.029)	-0.0579837 ** (0.023)	-0.0793173*** (0.030)
INF	-0.0006169 (0.0004)	-0.0006595 (0.0005)	-0.0006889 (0.0004)
KAOPEN	0.0257908*** (0.005)	0.0496833*** (0.013)	0.0070552 (0.010)
Democ	-0.0065665** (0.003)		
KAOPEN* Democ	-0.0038502*** (0.001)		
Corru		-0.0094345 (0.007)	
KAOPEN* Corru		-0.0095102 ** (0.004)	
Bureau			0.0068392 (0.012)
KAOPEN* Bureau			0.0051669** (0.003)
Nombre d'observations	297	297	297
Sargan test (p-value)	0.686	0.240	0.385
AR (2) test (p-value)	0.204	0.223	0.193
Nombre d'instruments	32	32	32

Notes: y_{i,t-1}, INV and GOVC sont transformées en logarithme naturel. Le test de Sargan est la statistique du test de validité des instruments. L'hypothèse nulle est que les instruments utilisés ne sont pas corrélés avec les résidus. AR(2) est la statistique du test d'autocorrélation des erreurs de second ordre d'Arellano-Bond. Les écarts types robustes sont entre parenthèses, * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Ainsi, la démocratie doit être considérée comme la difficile réalisation d'un long processus de modernisation. Par conséquent la démocratie peut amplifier le risque pays lorsque ce dernier passe par une phase de transition (la transition est une période intermédiaire entre deux régimes institués). Ainsi, l'instabilité politique favorise la fuite des capitaux et le déclin de la croissance économique. Par ailleurs, [Zakaria \(2007\)](#) affirme que les gouvernements démocratiques dans les pays en développement doivent garantir (i) l'accès gratuit à l'éducation et à la santé (ii) le respect des droits du travail et (iii) l'augmentation des salaires. Ces démarches vont décourager les entrées de capitaux. En effet, les firmes multinationales cherchent à s'implanter dans les pays où la syndicalisation est faible afin de maximiser leurs profits.

Pour la deuxième spécification, nous avons sélectionné, outre que les variables de contrôle et la variable de l'ouverture du compte capital, un indicateur de la corruption ainsi qu'une variable d'interaction entre cette dernière et KAOPEN. Au sujet du terme d'interaction (**KAOPEN*Corru**), les estimations indiquent que cette mesure stimule négativement la croissance économique. En effet, la corruption réduit d'une manière significative l'efficacité des investissements directs étrangers et la croissance économique étant donné qu'elle présente des charges additionnelles, « la taxe de la corruption », pour les firmes multinationales. Ce résultat est conforme à l'étude de [Delgado et al \(2014\)](#). De plus, la libéralisation des capitaux est bénéfique pour les pays les moins corrompus et défavorable aux pays les plus corrompus, conformément aux écrits de [Kunieda et al \(2014\)](#). Ce résultat nous conduit à une réflexion sur la nature de l'environnement institutionnel dans les pays de la région MENA. En effet, ces pays doivent régler les problèmes liés à l'insécurité, au manque d'accès à l'information et à la défaillance du cadre juridique afin de réduire la corruption et encourager l'ouverture du compte capital.

Concernant la troisième spécification, le terme d'interaction (**KAOPEN* Bureau**) stimule positivement la croissance économique. Ainsi, la qualité de la bureaucratie va encourager la libre circulation des mouvements de capitaux en réduisant les politiques arbitraires. Elle participe pareillement à la réduction de l'incertitude (les décisions des autorités publiques seront prévisibles et réalisables). De même, une bonne efficacité bureaucratique va éviter la lourdeur des procédures administratives, tout en renforçant les dispositifs pour la résolution des conflits. Dans ce sens, les pays de la région MENA peuvent attirer des ressources de financement étrangères, soit sous forme des investissements directs étrangers, soit sous forme des prêts bancaires internationaux en améliorant la qualité de la bureaucratie. Par

ailleurs, Mauro (1995) a prouvé que la qualité de la bureaucratie stimule positivement le taux d'investissement et la croissance économique. Dans ce cadre, il montre que si le Bangladesh corrigeait l'efficacité de sa bureaucratie, comme l'Uruguay l'avait réalisée, la croissance annuelle de son PIB s'accroîtrait d'un point de pourcentage.

III.3. Étude de robustesse

III.3.1. La relation entre ouverture financière *de facto* et l'instabilité de la croissance

La plupart des travaux montrent que l'instabilité économique influence négativement la croissance économique, à travers la baisse du niveau de la consommation et de l'investissement, la diminution de la productivité des facteurs et la détérioration de l'environnement institutionnel. Alors quel est l'impact de la libéralisation financière sur l'instabilité économique ?

À l'instar des travaux de Combes et al (2000) et Yang (2011), nous avons décidé de mener une étude empirique afin de constater le lien entre l'instabilité économique et l'ouverture du compte capital *de facto*. Le modèle estimé est le suivant :

$$I_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PIB_{i,t-1} + \beta_2 IFIGDP_{i,t} + \beta_3 X'_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Avec $I_{i,t}$: l'indicateur d'instabilité de la croissance⁷¹ ; $PIB_{i,t-1}$: la mesure du développement économique calculée par la variable retardée du PIB réel par habitant ; IFIGDP : la mesure de facto de l'ouverture financière ; $X'_{i,t}$: l'ensemble des variables de contrôle. Ainsi, l'accumulation du capital physique et du capital humain sont prises en compte respectivement par le ratio des investissements par rapport au PIB (INV) et par la part de la population scolarisée dans l'enseignement primaire (TS). La croissance démographique, l'inflation et les dépenses publiques sont présentées par les variables (POP), (INF) et (GOVC), respectivement. Alternativement, la variable reflétant les ressources naturelles, à savoir les bénéfices tirés du pétrole en pourcentage du PIB (BP), est introduite comme variable de contrôle.

La première colonne du [tableau 8](#) illustre les estimations en moindres carrés ordinaires avec effet fixe. Les estimations ont été faites sans prendre en compte l'endogénéité éventuelle de la variable d'intérêt « l'ouverture financière ».

⁷¹ Voir l'annexe II.4 pour la construction de l'indice de l'instabilité économique.

Tableau II.8. La relation entre libéralisation financière et instabilité économique
(variable dépendante: écarts-types mobiles du taux de croissance du PB réel par
habitant)

Variables	Effets fixes (EF)	EF avec Variables Instrumentales (VI)
<i>PIB_{t-1}</i>	-0.2880517 (0.2391002)	-0.1937803 (0.2523074)
TS	-1.135666*** (0.3142682)	-1.292688*** (0.3989642)
POP	0.1121138*** (0.0294401)	0.1047912*** (0.0291959)
INF	0.0053393*** (0.0016816)	0.005827*** (0.0021431)
INV	-0.373889*** (0.1159006)	-0.3374862*** (0.13038)
GOVC	0.9545346*** (0.1740432)	0.8923689*** (0.2005059)
BP	0.0185598*** (0.0053748)	0.019691*** (0.0064388)
IFIGDP	-0.1737651** (0.0826986)	-0.3350761*** (0.1549551)
constant	7.432685*** (1.966354)	8.198369*** (2.262898)
Diagnostic tests	Nombres d'observations : 275	Nombres d'observations : 264
	R ² ajusté : 0.4865	R-sq: within = 0.2351
	Prob > F = 0.0000	Sargan-Hansen statistic:
	Test de normalité des résidus :	P-value = 0.8938
	Prob>chi2 =0.9200	

Notes : Toutes les variables sont transformées en logarithme naturel sauf POP, INF et BP. La variable de l'instabilité économique est calculée de la manière suivante : les écarts-types mobiles du taux de croissance du PIB réel par habitant centrés sur cinq années, exceptés au début et à la fin de la période où l'écart-type est calculé sur 4 périodes et non centré. Les écarts types robustes sont entre parenthèses. *, **, *** significatif au seuil d'erreur de 10 %, de 5% et de 1%, respectivement. La période d'étude : 1987-2011. La commande « **areg** » sur Stata est utilisée pour la correction de l'hétéroscédasticité par la méthode de White. Cette commande revient à faire les MCO sur un modèle dans lequel on introduit une variable muette pour chaque individu ou pays. Alors que la commande « **xtivreg** » est utilisée pour estimer un modèle à effets fixes avec variables instrumentales. In fine, la commande « **xtoverid** » illustre le test de Sargan-Hansen pour valider les instruments.

Afin de remédier à ce problème, nous appliquons la méthode des variables instrumentales. Dans ce cadre, [Honig \(2008\)](#) préconise l'utilisation du niveau moyen d'ouverture du compte capital de la région comme instrument de libéralisation. En effet, les décideurs sont influencés par les politiques économiques adoptées par d'autres pays. Comme exemple actuel de ce processus, le chercheur évoque la perspective du ciblage de l'inflation en tant que stratégie de

la politique monétaire. Par ailleurs, [Grilli et Milesi-Ferretti \(1995\)](#) et [Kraay \(1998\)](#) utilisent les valeurs retardées de l'indice de libéralisation comme instruments. Ainsi, nous employons la moyenne de l'ouverture financière dans la région MENA et la valeur retardée d'une période de la variable IFIGDP comme instruments. Pour tester la validité de ces derniers, nous examinons le test de sur-identification de Sargen-Hansen. La probabilité de ce test est de 0.8938, ce qui confirme la validité des instruments.

Les résultats empiriques montrent que la variable (BP) stimule positivement l'instabilité. Ce constat concorde avec les travaux de [Combes et al \(2000\)](#). En effet, ces derniers affirment que les recettes d'exportations minières et pétrolières sont par nature instables et sont donc des facteurs de plus grande instabilité. Parallèlement, l'inflation, la croissance de la population et les dépenses publiques favorisent l'instabilité économique dans les pays de MENA. A contrario, le capital humain et le capital physique influencent négativement l'instabilité. En ce qui concerne la libéralisation financière externe, la variable IFIGDP agit négativement sur l'instabilité de la croissance ([Bekaert et al, 2006](#)). Ce constat confirme l'impact positif de l'ouverture financière *de facto* sur la croissance économique dans les pays de MENA.

III.3.2. La relation entre ouverture financière *de jure* et croissance économique

Nous choisissons de tester la robustesse de nos résultats empiriques en introduisant de nouvelles variables de contrôle, en retirant les pays pétroliers et en utilisant la technique des triples moindres carrés (3SLS) pour tenir compte de l'endogénéité de KAOPEN.

Ainsi, nous avons introduit des nouvelles variables de contrôle afin de consolider les résultats obtenus. Ces variables sont susceptibles d'altérer le pouvoir explicatif de la croissance économique dans le modèle estimé. Il s'agit de la mesure d'ouverture commerciale et le ratio des crédits domestiques accordés au secteur privé par rapport au PIB (**PRIVY**). [Le tableau 9](#) montre la robustesse des conclusions obtenues précédemment. En effet, les termes d'interaction ne changent pas de signe.

La robustesse des résultats peut également être testée en retirant l'Arabie Saoudite, l'Iran et l'Algérie de notre échantillon. En effet, ces pays se détachent clairement des autres pays de la zone MENA en termes de production du pétrole. L'Arabie Saoudite présente 13,6 % de la

production mondiale de pétrole en 2012, l'Iran 4,4% et l'Algérie 1,7%⁷² (ces trois économies représentant 19,7% de la production mondiale de pétrole en 2012).

**Tableau II.9. Compte capital, qualité institutionnelle et croissance économique:
introduction de nouvelles variables de contrôle**

	S1	S2	S3
_cons	0.2036857* (0.110)	0.1807974** (0.077)	0.1716788 (0.116)
y_{i,t-1}	-0.0276767 (0.018)	-0.0264044* (0.016)	-0.0172192 (0.019)
INV	0.0302096** (0.014)	0.0306108*** (0.001)	0.0282166** (0.014)
GOVC	-0.0544091** (0.022)	-0.0534378** (0.023)	-0.071383*** (0.023)
INF	-0.0004834 (0.0004)	-0.0004677 (0.0004)	-0.0005679 (0.0003)
PRIVY	-0.0047067 (0.012)	-0.004 (0.012)	-.0034237 (0.014)
TRADE	0.0319099 (0.024)	0.0359594* (0.020)	0.0263833 (0.021)
KAOPEN	0.0269806*** (0.006)	0.035096*** (0.011)	0.0019983 (0.007)
Democ	-0.0053289* (0.003)		
KAOPEN* Democ	-0.0039275* (0.002)		
Corru		-0.0062498 (0.008)	
KAOPEN* Corru		-0.0065529* (0.004)	
Bureau			0.0025301 (0.010)
KAOPEN* Bureau			0.0068732** (0.003)
Nombre d'observations	297	297	297
Sargan test (p-value)	0.371	0.291	0.276
AR (2) test (p-value)	0.202	0.197	0.198
Nombre d'instruments	42	42	42

Notes: y_{i,t-1}, INV, GOVC, PRIVY and TRADE sont transformées en logarithme naturel. La variable dépendante est le taux de croissance du PIB réel par habitant. La période d'étude s'étale sur 27 ans, de 1986 jusqu'à 2012. Le test de Sargan est la statistique du test de validité des instruments. L'hypothèse nulle est que les instruments utilisés ne sont pas corrélés avec les résidus. AR(2) est la statistique du test d'autocorrélation des erreurs de second ordre d'Arellano-Bond. Les écarts types robustes sont entre parenthèses, *, **, *** significatif au seuil d'erreur de 10 %, de 5% et de 1%, respectivement.

⁷² Les données sont tirées de l'Institut national de la statistique et des études économiques.

Dès lors, on pourrait imaginer que les résultats des estimations aient pu être tirés par les relatives bonnes conditions (recettes d'exportation) enregistrées par ces trois pays. Les résultats des estimations, rapportés dans le [tableau 10](#), confirment que le sous-échantillon des pays non pétroliers présente les mêmes résultats que ceux obtenus dans l'échantillon global.

**Tableau II.10. Compte capital, qualité institutionnelle et croissance économique :
l'extraction des principaux pays producteurs de pétrole.**

	S1	S2	S3
_cons	0.1253045 (0.144)	0.1503792 (0.104)	0.1343788 (0.134)
log (y_{i,t-1})	-0.0102777 (0.019)	-0.0132722 (0.014)	-0.0064525 (0.015)
log INV	0.0289483* (0.0158)	0.0359405** (0.015)	0.031715*** (0.012)
log GOVC	-0.0353794 (0.039)	-0.0304727 (0.036)	-0.052874 (0.036)
INF	-0.0004288 (0.0004)	-0.0004908* (0.0003)	-0.0006092 (0.0004)
KAOPEN	0.0227616** (0.009)	0.0433274** (0.019)	-0.0050469 (0.014)
Democ	-0.0050087** (0.002)		
KAOPEN* Democ	-0.005083* (0.003)		
Corru		-0.014317 (0.009)	
KAOPEN* Corru		-0.0106238* (0.006)	
Bureau			-0.0065355 (0.008)
KAOPEN* Bureau			0.0077952** (0.004)
Nombre d'observations	216	216	216
Sargan test (p-value)	0.765	0.203	0.450
AR (2) test (p-value)	0.171	0.917	0.202
Nombre d'instruments	27	45	29

Notes: y_{i,t-1}, INV, et GOVC sont transformées en logarithme naturel. La variable dépendante est le taux de croissance du PIB réel par habitant. La période d'étude s'étale sur 27 ans, de 1986 jusqu'à 2012. Le test de Sargan est la statistique du test de validité des instruments. L'hypothèse nulle est que les instruments utilisés ne sont pas corrélés avec les résidus. AR(2) est la statistique du test d'autocorrélation des erreurs de second ordre d'Arellano-Bond. Les écarts types robustes sont entre parenthèses, * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

In fine, nous avons estimé un modèle à équations simultanées décrivant la relation tripartite qualité des institutions – ouverture du compte capital – croissance économique moyennant la technique des triples moindres carrés [cette dernière, qui a été introduite par Zellner et Theil (1962), combine les doubles moindres carrés (2SLS) avec la méthode (SUR)]. L'avantage de cette technique réside dans la prise en compte des corrélations entre les termes d'erreur de nos différentes équations, ainsi que les biais d'endogénéité. A cet effet, notre modèle se compose de deux équations. L'ouverture du compte capital est une variable explicative dans la première équation (équation de croissance), alors qu'elle est la variable expliquée dans la deuxième équation.

$$\begin{cases} y_{i,t} - y_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 y_{i,t-1} + \alpha_2 KAOPEN_{i,t} + \alpha_3 X_{i,t} + U_i + V_t + \epsilon_{i,t} \\ KAOPEN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 KAOPEN_{i,t-1} + \beta_2 INST_{i,t-1} + \beta_3 Z_{i,t-1} + U_i + V_t + \mu_{i,t} \end{cases}$$

Avec :

- ❖ $y_{i,t}$ est logarithme népérien du PIB réel par habitant dans le pays i à la période t ,
- ❖ $y_{i,t-1}$ est logarithme népérien du PIB réel par habitant dans le pays i à la période $t-1$,
- ❖ $y_{i,t} - y_{i,t-1}$ est le taux de croissance du PIB réel par habitant,
- ❖ $X_{i,t}$ est la matrice des variables de contrôle pour la première équation,
- ❖ $Z_{i,t}$ est la matrice des variables de contrôle pour la deuxième équation,
- ❖ $INST$ est une mesure de la qualité institutionnelle
- ❖ $KAOPEN$ est la variable indiquant l'ouverture du compte capital,
- ❖ U_i est l'effet spécifique pays,
- ❖ V_t est l'effet spécifique temporel,
- ❖ $\epsilon_{i,t}$ et $\mu_{i,t}$ sont les termes d'erreur.

Pour la deuxième équation, les variables de contrôle sont les suivantes : le taux d'inflation (INF) et le ratio investissement/PIB (INV) afin de prendre en compte les effets de l'environnement macroéconomique sur la libéralisation du compte capital ; le degré d'ouverture commerciale (TRADE) qui est considéré comme une condition préalable à la politique de libéralisation financière [Tornell et al, 2004], et les crédits au secteur privé (%PIB) qui est un proxy du développement financier. Par ailleurs, la variable $INST$ est un élément déterminant de la libéralisation financière externe, par référence aux travaux de Chinn et Ito (2006). Les résultats des estimations du modèle à équations simultanées sont présentés dans le tableau 11.

**Tableau II.11. Compte capital, qualité institutionnelle et croissance économique: modèle
à équations simultanées**

<i>Equation 1 : Dependant variable Growth</i>			
	(1)	(2)	(3)
$y_{i,t-1}$	-0.0025682 (0.003)	-0.0025555 (0.003)	-0.0025928 (0.003)
INV	0.0186156** (0.007)	0.0188226** (0.007)	0.0187513** (0.007)
GOVC	-0.0291536*** (0.008)	-0.0299513*** (0.009)	-0.0292831*** (0.009)
INF	-0.0001962 (0.0001)	-0.0002023* (0.0001)	-0.0001964 (0.0001)
POP	-0.0092875*** (0.002)	-0.0093004*** (0.002)	-0.0092989*** (0.002)
KAOPEN	0.0061455*** (0.002)	0.0061924*** (0.002)	0.0061748*** (0.002)
_cons	0.0840438** (0.033)	0.0856037*** (0.033)	0.0841971** (0.033)
<i>Equation2 : Dependant variable KAOPEN</i>			
Democ	-0.0281175* (0.016)	-	-
Corru	-	-0.0613714** (0.040)	-
Bureau	-	-	0.0056822* (0.043)
KAOPEN	0.9637909*** (0.017)	0.9666564*** (0.017)	0.9591444*** (0.017)
INF	-0.0018821* (0.001)	-0.0019977* (0.001)	-0.0015244 (0.001)
INV	0.0045684 (0.003)	0.0020768 (0.003)	0.0027895 (0.003)
TRADE	0.0215876* (0.050)	0.0405059 (0.050)	0.024602 (0.053)
PRIVY	0.0051891 (0.031)	0.0102407 (0.033)	0.0179464* (0.031)
_cons	0.1561588 (0.190)	0.5097099* (0.260)	0.143601 0.191
Nbr d'observations	286	286	286

Notes: $y_{i,t-1}$, INV, GOVC, TRADE et PRIVY sont transformées en logarithme naturel. Dans la deuxième équation, toutes les variables sont retardées par une période. Les écarts types robustes sont entre parenthèses, * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %. Nous avons introduit pour chaque régression l'une des trois variables utilisées pour mesurer la qualité institutionnelle.

Conformément aux constats trouvés par la méthode des moments généralisés (GMM), la variable KAOPEN stimule positivement et significativement la croissance économique. En outre, la représentation démocratique et la corruption influence négativement et significativement l'indice KAOPEN alors que la qualité de la bureaucratie favorise la libéralisation du compte capital. Ainsi, la qualité des institutions dans la région MENA agit sur l'intégration financière internationale, qui, à son tour, affecte la croissance économique.

Conclusion

La littérature empirique est mitigée entre les chercheurs qui trouvent un impact positif de la libéralisation du compte capital sur la croissance économique et ceux qui affirment l'absence de cette relation. Ainsi, nous avons utilisé, dans ce deuxième chapitre, des estimations portant sur un panel de 11 pays de la région MENA, au cours de la période qui s'étale de 1986 à 2012, moyennant la méthode des moments généralisés (GMM). Les résultats montrent que les mesures *de facto*, reflétant le degré de la libéralisation du compte capital, et les IDE stimulent positivement la croissance économique. Toutefois, ce constat n'est pas vérifié lors de l'utilisation de la mesure *de jure*.

Pour cette raison, nous avons introduit des termes d'interaction entre l'indice KAOPEN et les indicateurs institutionnels dans la régression de la croissance. L'objectif est de savoir si le développement institutionnel est un canal de transmission par lequel la libéralisation du compte capital affecte la croissance. Les résultats indiquent que:

- Le terme d'interaction, entre la corruption et la libéralisation du compte capital, affecte négativement la croissance économique ;
- Le terme d'interaction, entre la représentation démocratique et la libéralisation du compte capital, influence négativement la croissance économique ;
- Le terme d'interaction, entre la qualité de la bureaucratie et la libéralisation du compte capital, stimule positivement la croissance économique.

La libéralisation du compte capital ne conduit pas systématiquement à l'accélération de la croissance économique. En effet, le premier constat suggère que la corruption favorise : (i) la perte de revenus de l'État au profit des individus à cause de l'évasion fiscale et des pots-de-vin, (ii) la mauvaise affectation de crédit public engendrant ainsi la détérioration de la qualité des services offerts, la fuite des investissements privés et le déclenchement de conflits sociaux, et (iii) la réduction de la part de dépenses d'éducation et de santé au profit des

dépenses militaires. Toutes ces implications de la corruption découragent les entrées de capitaux. Le deuxième constat montre que la démocratie peut se traduire par une sortie des investissements directs étrangers et des investissements de portefeuille. Ce phénomène s'explique par l'augmentation de l'incertitude politique, qui va augmenter les tensions sociales. De même, la démocratie peut créer un environnement restrictif pour les entreprises et les investissements. En résumé, les pays de la région MENA doivent améliorer les conditions économiques, financières et sociales nécessaires pour aboutir à une démocratie capable de stimuler la croissance économique et d'encourager les entrées et les sorties des capitaux. Enfin, la troisième conclusion démontre que, d'une part, l'amélioration de la qualité des services offerts par l'administration et, d'autre part, une bureaucratie relativement indépendante de la pression politique peuvent favoriser l'investissement. En effet, les investisseurs étrangers vont éviter les pays caractérisés par des retards bureaucratiques dans l'obtention de documents administratifs.

De plus, nous avons testé la robustesse de nos résultats en étudiant la relation entre libéralisation financière *de facto* et instabilité économique. En ce qui concerne la relation entre libéralisation financière *de jure* et croissance économique, nous avons introduit de nouvelles variables et nous avons retiré les pays pétroliers de notre échantillon. Alternativement, nous avons utilisé le modèle à équations simultanées pour confirmer les résultats trouvés par la méthode des moments généralisés. En fin de compte, le principal message de ce chapitre est que l'environnement institutionnel, dans lequel la politique de libéralisation du compte capital est mise en place, peut avoir un effet significatif sur la croissance économique.

Le développement financier présente un canal de transmission par lequel l'ouverture financière pourrait impacter l'activité économique. Sachant que la relation entre développement financier et croissance a été approfondie par la littérature économique, l'investigation sur le lien entre intégration financière et développement financier reste toutefois encore limitée. C'est dans ce cadre que nous allons tenter de déterminer, dans le troisième chapitre, l'effet de la libéralisation du compte capital sur le développement financier en Tunisie.

Chapitre 3:

Compte capital et développement financier en Tunisie: analyse par l'approche autorégressive à retards échelonnés (ARDL)

Introduction

L'effet net de l'ouverture financière sur le développement financier est ambigu. En effet, des études théoriques et empiriques concluent à des effets positifs importants de la libéralisation des flux de capitaux sur le développement du système financier national. Ces retombées bénéfiques proviennent, tout d'abord, de la réduction du coût du capital en éliminant la répression financière et les fluctuations des taux d'intérêt ; ensuite, de l'augmentation du capital pour les emprunteurs ; et enfin, de la mise en œuvre des réformes touchant l'infrastructure financière afin de réduire les problèmes d'asymétrie d'information. Autrement dit, l'ouverture financière externe peut améliorer la qualité et la disponibilité des services financiers sur le marché intérieur en augmentant le degré de la concurrence bancaire et en employant des techniques bancaires plus sophistiquées et plus innovantes, ce qui peut accroître l'efficacité en diminuant le coût d'acquisition et de traitement de l'information sur les clients potentiels (Caprio et Honohan, 1999).

Néanmoins, certains chercheurs soutiennent l'idée selon laquelle les systèmes financiers ne peuvent bénéficier de l'ouverture financière que s'ils ont une bonne infrastructure institutionnelle et juridique. Ainsi, le développement du marché financier sera limité dans les pays ayant des systèmes juridiques qui ne parviennent pas à garantir le respect des contrats et les droits de propriété (Levine et al. 2000). Par ailleurs, les marchés boursiers des pays en voie de développement, qui se caractérisent en général par un petit nombre de sociétés cotées, présentent généralement un obstacle pour les droits des actionnaires (Claessens et al. 2002).

En outre, McKinnon et Pill (1997) soulignent que la libéralisation du compte capital permet, à court terme, d'exploiter les fonds étrangers. Cela va engendrer un boom des investissements et, par conséquent, une croissance temporairement plus élevée. Cependant, lorsque ce boom devient insoutenable, le pays pourrait connaître une récession économique ou une crise financière. Ainsi, ces auteurs suggèrent que le gain de la libéralisation financière n'est valide qu'à court terme. A contrario, Kaminsky et Schmukler (2008) constatent que la libéralisation financière dans les marchés émergents génère des tensions à court terme, mais joue un rôle de stabilisation du marché à long terme.

Le débat autour de l'impact de la libéralisation financière sur le développement financier n'est donc pas clos. C'est dans ce cadre que s'inscrit notre présent chapitre qui aura pour but d'étudier la relation libéralisation du compte capital – développement financier en Tunisie. Afin de tester cette relation, nous allons employer une méthodologie empirique basée sur

l'approche autorégressive à retards échelonnés (ARDL) de [Mohammad H. Pesaran et Yongcheol Shin \(1998\)](#).

Ainsi, la première section analyse les caractéristiques du marché financier et le degré d'ouverture du compte capital en Tunisie. Un survol de la littérature est effectué dans la deuxième section. L'étude empirique, la validation des modèles et l'étude de robustesse font l'objet de la dernière section.

I. Le développement du secteur financier et l'Intégration financière en Tunisie

« Le secteur financier est l'ensemble des institutions, des instruments, des marchés, ainsi que le cadre légal qui permet aux transactions financières de s'effectuer à travers l'octroi du crédit. Fondamentalement, le développement du secteur financier consiste à surmonter les «coûts» encourus dans le système financier. Ce processus de réduction des coûts d'acquisition de l'information, de l'exécution des contrats et de la réalisation de transactions a donné lieu à l'émergence de contrats financiers, de marchés et d'intermédiaires»⁷³. En outre, [Merton and Bodie \(1995\)](#) proposent la définition suivante : « En surgissant pour atténuer les frictions du marché, les systèmes financiers influent naturellement sur l'allocation des ressources dans l'espace et dans le temps »⁷⁴.

Dans ce cadre, le développement du secteur bancaire va sans aucun doute modifier l'allocation de crédit, en améliorant la base de données et les informations sur les agents économiques. De même, les contrats financiers vont permettre aux entreprises d'investir plus efficacement, étant donné la répartition des risques. En outre, le développement des marchés boursiers et obligataires va faciliter l'accès aux investisseurs étrangers. Cela peut changer profondément la répartition de l'épargne dans le monde.

D'après [Levine \(2005\)](#), les cinq fonctions clés d'un système financier sont: (i) la production d'informations ex ante sur les investissements possibles et l'allocation de capital ; (ii) la surveillance des investissements et la supervision des financements par la mise en œuvre des principes de gouvernance d'entreprise ; (iii) la diversification et la gestion du risque, d'une part, et le soutien aux négociations, d'autre part ; (iv) la mise en commun de l'épargne ; et (v)

⁷³ Définition de la banque mondiale.

⁷⁴ Merton, R.C., Bodie, Z. (1995). "A conceptual framework for analyzing the financial environment". In: Crane, D.B., et al. (Eds.), *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Harvard Business School Press, Boston, MA, p. 12.

l'incitation au commerce international. Par ailleurs, le développement du secteur financier va bien au-delà de l'existence d'intermédiaires financiers et d'infrastructures. Cela implique d'avoir des politiques solides pour la réglementation et la supervision de toutes les entités importantes, à savoir les marchés bancaire et boursier. Dans ce cadre, la crise financière mondiale, débutant en 2007, a montré les faiblesses des politiques menées dans ce domaine et a suscité beaucoup de débats sur la meilleure façon d'accéder au développement durable.

I.1. Evolution du système financier tunisien

À partir des années 1970, la Tunisie a mis en place une politique de développement basé sur le secteur public. Ainsi, l'Etat a joué un rôle important dans les secteurs jugés prioritaires, en imposant des restrictions à l'investissement privé. Cependant, cette politique a montré ses limites lors de la crise économique de 1986. De ce fait, la Tunisie a effectué une série de réformes visant à garantir la transition d'une économie dirigée vers une économie de marché. Parmi ces mesures figurent la libéralisation de certains secteurs de l'économie, depuis la fin des années 1980 (cf. [encadré 1](#)).

Encadré III.1. Libéralisation des conditions de banques

La libéralisation des conditions de banque a été réalisée progressivement comme suit :

En janvier 1987

- La libéralisation des taux créditeurs à l'exception de ceux ayant trait à la rémunération de la petite épargne (dépôts logés dans les comptes spéciaux d'épargne) et aux dépôts à vue dont la rémunération maximale ne doit pas excéder 2%.
- La libéralisation des taux débiteurs dans une marge de 3% autour du taux du marché monétaire, à l'exception de ceux applicables aux crédits accordés aux activités prioritaires.

En juin 1994, la libéralisation totale des taux débiteurs appliqués aux activités non prioritaires.

En novembre 1996, la libéralisation des taux débiteurs appliqués aux activités prioritaires. Le réescompte en tant que technique de refinancement a été supprimé en novembre 1996, avec l'élimination de la bonification du taux d'intérêt réservée, jusque-là, aux activités prioritaires.

A partir du 1er avril 2008, les banques fixent librement le taux d'intérêt annuel appliqué aux montants inscrits dans les comptes spéciaux d'épargne. Ce taux ne peut en aucun cas être inférieur au taux de rémunération de l'épargne (TRE) qui est fixé à 2,75%.

Source : réglementation bancaire de la Banque Centrale de Tunisie (BCT)

Le secteur bancaire tunisien se compose de 43 établissements répartis de la manière suivante : 35 établissements de crédit résidents qui incluent 21 banques dont 18 banques à vocation universelle et 3 banques spécialisées, et 14 établissements financiers dont 9 établissements de leasing, 3 sociétés de factoring et 2 banques d'affaire. De plus, il y a 8 banques non-résidentes. Le tableau 1, montre une évolution dans la composition du secteur bancaire entre 2001 et 2011. Ce changement est dû à : (i) la transformation de 5 banques de développement en banques universelles, (ii) la création de 4 nouveaux établissements de crédit et (iii) la liquidation d'une société de leasing et l'absorption d'une autre par sa banque mère.

Tableau III.1. Evolution de la structure du secteur bancaire tunisien

	2001	2011
1-Etablissements de crédit résidents	33	35
Banque	14	21
Ex-banques de développement	5	0
Etablissements financiers	14	14
Etablissements de leasing	10	9
Sociétés de factoring	2	3
Banques d'affaires	2	2
2-Banques non-résidentes	8	8
Total	41	43

Source : Banque Centrale de Tunisie (2013): "Rapport sur la supervision bancaire", p. 22

Le système bancaire tunisien est largement dominé par des banques à capitaux privés. En 2011, la structure d'actionnariat est répartie entre l'Etat (29,6%), les actionnaires privés tunisiens (37,1%) et les actionnaires étrangers (33,3%). Les actifs des banques (autre que la banque centrale) par rapport au PIB sont de 74,4% en 2012, ce qui prouve l'importance du secteur bancaire. Toutefois, le secteur des institutions financières non-bancaires⁷⁵ reste limité. En effet, les actifs de ces établissements en pourcentage du PIB ne sont que de 3,6% en 2012.

Par ailleurs, malgré les réformes du marché boursier réalisées au cours des dernières décennies (cf. encadré 2), ce marché n'a pu contribuer de manière significative au financement du secteur privé (une part de 6,3% en 2012 et uniquement 59 sociétés cotées).

⁷⁵ Les institutions financières non bancaires effectuent des opérations financières autres que les activités bancaires traditionnelles et comprennent principalement les institutions de microfinance, les sociétés de crédit-bail, les fonds de placement privés et les banques offshore.

Encadré III.2. Les réformes du marché boursier

Les réformes ont commencé en 1988, dans le but de renforcer la contribution du marché boursier au financement de l'économie.

En 1988, la création de sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF), des sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et des sociétés d'investissement à capital risque (SICAR) afin de stimuler la gestion de portefeuille de titres et le développement du capital investissement.

En 1989, l'introduction de nouvelles notions juridiques et de nouvelles règles de fonctionnement du marché financier, à savoir l'Appel Public à l'Epargne (APE) et la protection de l'épargnant.

En 1992, la mise en place de nouveaux produits financiers, tels que les actions à dividendes prioritaires, les titres participatifs et les certificats d'investissement.

En 1994, la séparation entre l'autorité de contrôle du marché, organisme public, et l'organe privé chargé de faire fonctionner la Bourse :

- Création du Conseil du marché financier (CMF) qui a vu ses missions, sa composition et son rôle définis avec des pouvoirs étendus, pouvoir de réglementation, de surveillance, d'enquête et enfin de sanction. Ce pouvoir est étendu aux différents intervenants du marché financier, y compris les dirigeants des entreprises cotées.
- Création de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT), qui est une entreprise privée dont le capital est détenu par l'ensemble des intermédiaires.
- Création de la Société Tunisienne Interprofessionnelle de Compensation et de Dépôt des Valeurs Mobilières (STICODEVAM), qui assure le transfert des titres entre intermédiaire acheteur et intermédiaire vendeur.

En 1999, la fixation des modalités d'émission des bons de Trésor et l'attribution des avantages fiscaux pour les sociétés cotées en Bourse (l'impôt sur les bénéfices est de 20% au lieu de 35% pour les entreprises qui ouvrent au moins 30% de leur capital au public, et ce, pour 5 ans.

En 2000, la dématérialisation des titres -certificat d'actions ou d'obligations- sous forme papier.

En 2001, la création des fonds communs de créances.

En 2009, la promulgation du code de prestation des services financiers aux non résidents.

Source : Réglementation de la Bourse de Tunis

De plus, la capitalisation boursière ne représente que 19,4 pourcent du PIB en 2012. Les principales causes ; à savoir l'insuffisance de la demande nationale, l'absence d'une courbe de rendement⁷⁶ et une application laxiste des règles prudentielles bancaires (FMI et Banque Mondiale, 2012) ; peuvent expliquer la faiblesse des marchés des actions et des obligations.

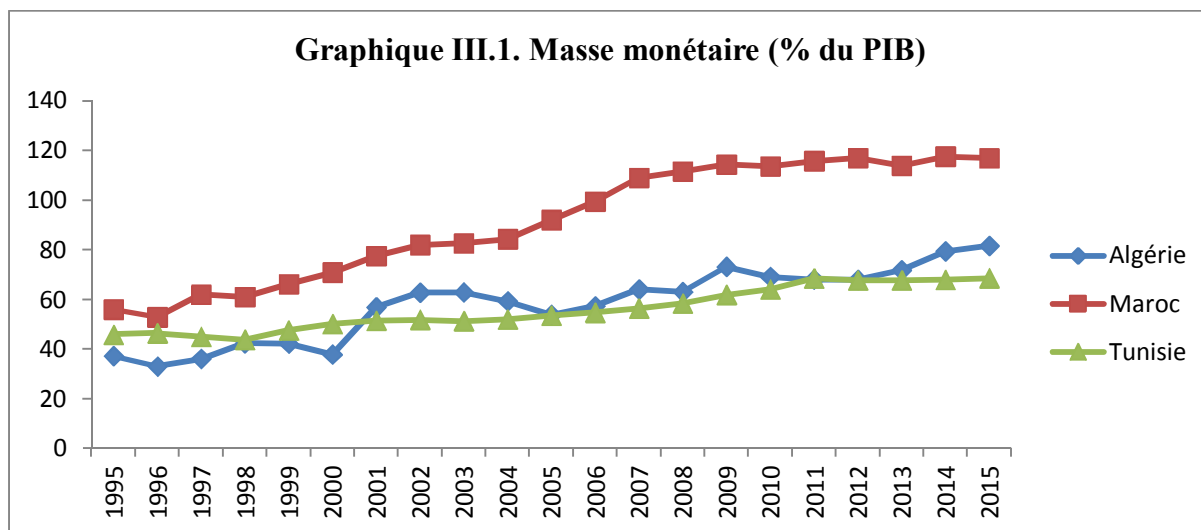
Nous étudions, dans ce qui suit, un ensemble d'agrégats financiers, utilisés dans la littérature (Beck et al, 2009 ; Čihák et al, 2012), afin d'analyser le développement financier en Tunisie, tels que les indicateurs de développement bancaire et les indicateurs de développement du marché boursier.

I.2. Le développement bancaire

Alors que nous nous concentrons sur le cas tunisien en particulier, nous abordons l'évolution des indicateurs de développement bancaire dans les pays de Maghreb à des fins de comparaison.

I.2.1. Le rapport de la masse monétaire en pourcentage du PIB

La masse monétaire correspond à la somme des circulations fiduciaires hors banque, des dépôts à vue autres que ceux du gouvernement central, des dépôts d'épargne à terme et des dépôts en devise étrangère des secteurs résidents autres que le gouvernement central, les chèques de banque et de voyage, ainsi que d'autres titres comme les certificats de dépôt et les billets de trésorerie.



Source : Auteur à partir des statistiques de la Banque mondiale (World Development Indicators)

⁷⁶ Les prix des obligations des sociétés ne reflètent pas le risque ou la notation de l'émetteur.

Plus la valeur de ce ratio est élevée, plus le système financier est développé, notamment à travers l'élargissement des mécanismes de l'épargne, l'accroissement de la taille du secteur bancaire, l'amélioration de la fourniture de services financiers, et l'augmentation de la liquidité dans l'économie. Alternativement, une diminution de ce rapport reflète une baisse au niveau de l'intermédiation financière puisque les formes d'épargne non placées, auprès des banques, vont s'élargir. Le graphique 1 montre que le Maroc jouit, selon cet indicateur, d'un secteur financier relativement développé par rapport aux autres pays du Maghreb. Par ailleurs, le Maroc et l'Algérie ont enregistré une augmentation de la masse monétaire par rapport au PIB, pendant la dernière décennie. Toutefois, cet indice a connu une stagnation en Tunisie depuis 2011. Cela peut être expliqué par la baisse des dépôts à vue et par une progression limitée de la masse monétaire. Autrement dit, la banque centrale de Tunisie a voulu éviter les tensions inflationnistes d'origine monétaire.

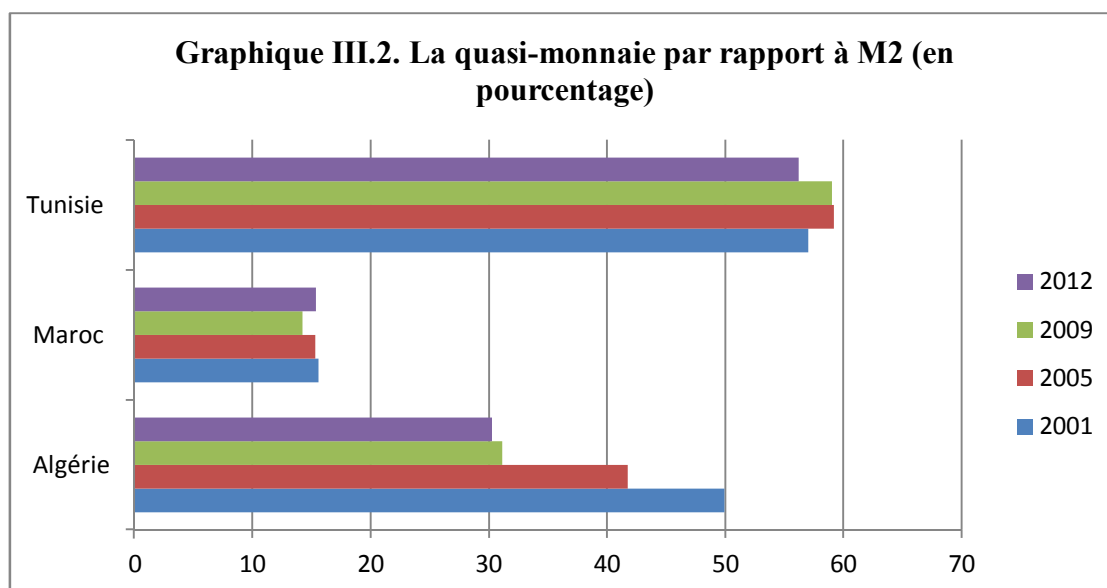
En outre, Il faut interpréter les résultats précédents avec prudence, car une augmentation de la masse monétaire par rapport au PIB pourrait être expliquée par la monétisation des transactions et non pas par la hausse du volume des dépôts bancaires. Parallèlement, une baisse de cet indice pourrait être interprétée comme la préférence aux placements de long terme plutôt que les placements liquides de court terme.

I.2.2. Le rapport de la quasi-monnaie en pourcentage de la masse monétaire (QM/M2)

La masse monétaire M2 correspond à M1 (billets, pièces et dépôts à vue) plus la quasi-monnaie (les dépôts à termes et les comptes spéciaux d'épargne). Afin de constater la vitesse avec laquelle le secteur financier se développe, nous étudions le rapport entre la quasi-monnaie et la masse monétaire M2. Ainsi, une augmentation de ce ratio reflète la confiance dans le secteur bancaire via l'accroissement des ressources. A contrario, le rapport (M1/M2) tend à s'accroître lorsque les agents économiques préfèrent la liquidité plutôt que les placements bancaires.

La Tunisie enregistre les valeurs les plus élevées de l'indicateur (QM/M2), avec une moyenne supérieure à 55% (cf. graphique 2). Ainsi, ce pays a développé son secteur financier assez rapidement, en instaurant de la confiance dans le système bancaire. En outre, l'Algérie a connu une diminution de cet indice, en passant de 49,9% en 2001 à 30,2% en 2012. Cette baisse est due probablement à la chute du taux d'intérêt sur les dépôts : 6,25% en 2001 contre

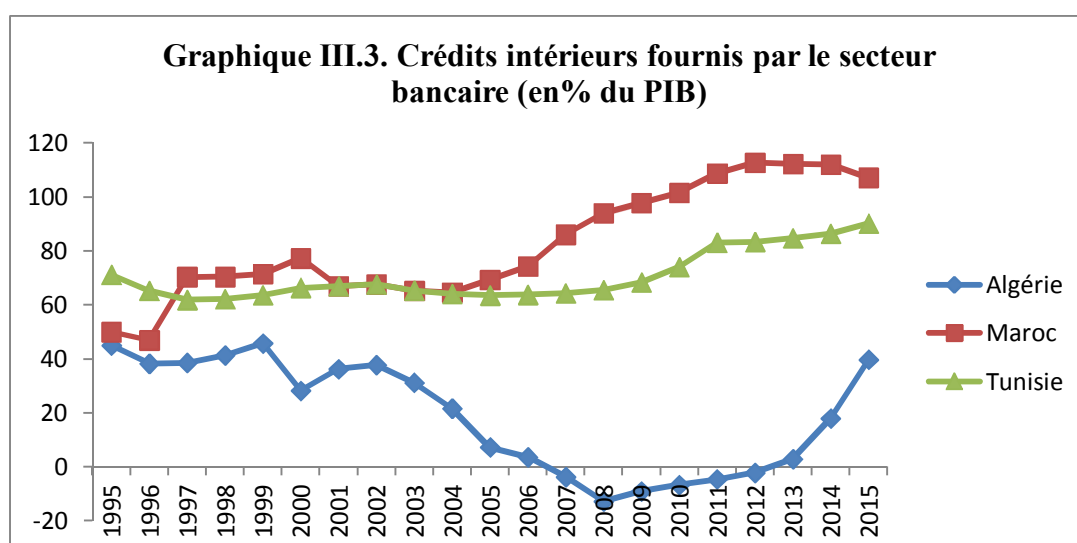
1,75% seulement en 2012. L'indice demeure relativement bas au Maroc, stagnant à plus ou moins 15% sur la période 2001-2012.



Source : Auteur à partir d'international financial statistics (IFS)

I.2.3. Le ratio du crédit intérieur fourni par le secteur bancaire rapporté au PIB

Le crédit intérieur fourni par le secteur bancaire comprend tous les crédits dans divers secteurs sur une base brute, à l'exception du crédit accordé au gouvernement central, qui est net. Le secteur bancaire comprend les autorités monétaires et les banques de dépôt, ainsi que les autres institutions bancaires (les institutions de prêts immobiliers et d'épargne, et les associations de construction et de prêts).



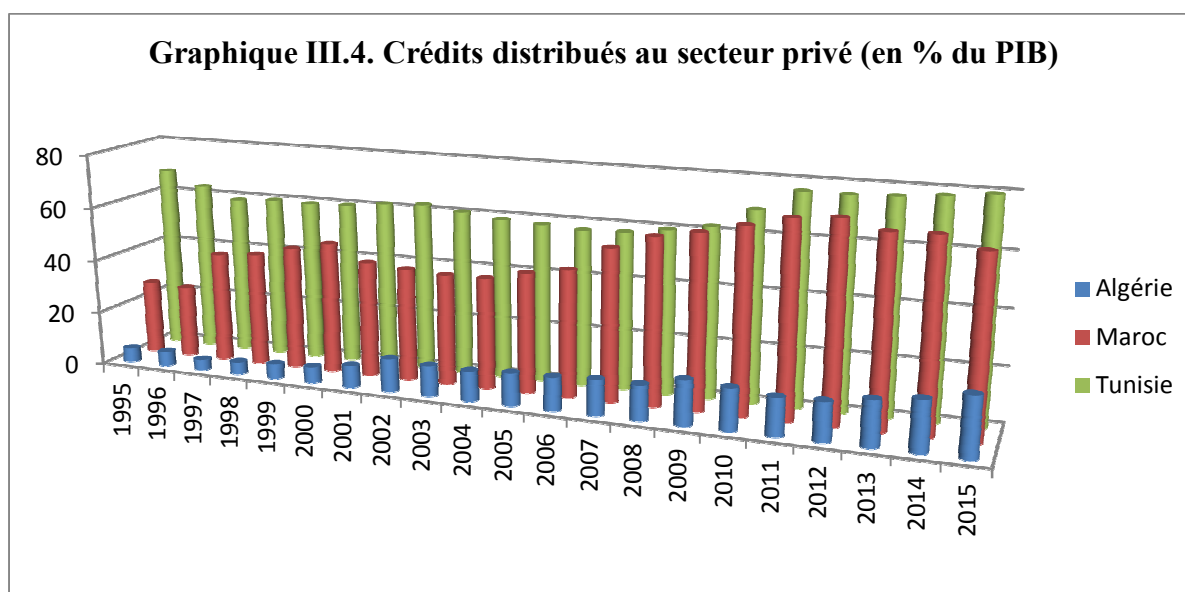
Source : Auteur à partir des statistiques de la Banque mondiale (World Development Indicators)

Les données présentées sur le [graphique 3](#) indiquent que le niveau des crédits distribués par le secteur bancaire marocain est à hauteur de 82,2% durant la période qui s'étale de 1995 jusqu'à 2015, suivi par la Tunisie avec une moyenne de 70,6%. Ainsi, le secteur bancaire, dans ces deux pays, est primordial pour le financement des projets et des investissements. L'Algérie demeure en bas du classement, avec une moyenne de 18,9%, ce qui reflète les faibles niveaux des crédits octroyés par les banques algériennes. De plus, cette mesure enregistre des valeurs négatives entre 2007 et 2012, ce qui signifie que le remboursement des crédits a dépassé la demande de financement.

I.2.4. Le ratio des crédits distribués au secteur privé rapportés au PIB

Le crédit intérieur du secteur privé fait référence aux ressources financières fournies au secteur privé, notamment par le biais de prêts, d'achat de titres autres que des actions, de crédits commerciaux et d'autres comptes débiteurs, qui constituent des créances à rembourser.

Le [graphique 4](#) illustre la position favorable de la Tunisie, en ce qui concerne les ressources allouées au secteur privé (encourager les investissements dans le secteur privé au détriment du secteur public). Cela s'explique par les réformes entamées depuis le début des années 1990. Ainsi, la Tunisie tient le cap avec une moyenne de 65% entre 1995 et 2015. Le Maroc arrive en deuxième position, avec une moyenne de 51,2%. Cependant, l'Algérie enregistre une faible moyenne (11,3%). Ce dernier résultat est imputable à l'activité financière, qui s'appuie lourdement sur l'Etat algérien. De ce fait, le secteur privé a été marginalisé.



Source : Auteur à partir des statistiques de la Banque mondiale (World Development Indicators)

I.2.5. La concentration bancaire

La concentration bancaire est égale aux actifs des trois plus grandes banques commerciales en pourcentage du total des actifs des banques commerciales. L'augmentation de ce ratio engendre une forte aversion au risque. De surcroît, les particuliers et les PME (petites et moyennes entreprises) auront un accès relativement faible aux financements.

Tableau III.2. L'évolution de la concentration du secteur bancaire (en pourcentage)

	1998	2003	2008	2013
Algérie	91,57	86,36	74	71,67
Maroc	68,58	68,26	70,14	69,64
Tunisie	48,79	45,73	43,73	41,15

Source : Auteur à partir de Global Financial Development, The World Bank

Le secteur bancaire au Maroc se caractérise par un ratio de concentration élevé, 69,64% en 2013. Ainsi, une grande partie des actifs est détenue par les 3 principales banques, ce qui présente un obstacle majeur à la concurrence. En outre, malgré la baisse de cet indice qui est passé de 91,57% en 1998 à 71,67% en 2013, le secteur bancaire algérien demeure fortement concentré. La Tunisie, quant à elle, enregistre une valeur de 41,15% en 2013⁷⁷. Il convient notamment de préciser qu'un niveau de concentration élevé peut être lié à une concurrence limitée. Toutefois, cela peut se traduire aussi par une meilleure gestion du risque, permettant aux banques d'offrir une plus grande variété de produits et services. C'est dans cette optique que s'inscrit la proposition de fusionner deux banques étatiques tunisiennes, à savoir la Société Tunisienne de Banque (STB) et la Banque de l'Habitat (BH).

I.2.6. Les prêts non performants

Les prêts non performants, en % du total des prêts, sont les créances avec un retard de paiement du principal et des intérêts qui dépasse les 90 jours par rapport au total des prêts bruts (valeur totale du portefeuille de prêts). Le tableau 3 indique que le Maroc a enregistré une baisse de cet indicateur, passant ainsi de 16,8 en 2001 à 5,9 en 2013. Par ailleurs, malgré la chute de moitié des prêts non productifs (de 21,1% en 2009 à 10,6% en 2013), l'Algérie demeure loin des standards internationaux. Quant à la Tunisie, la part importante des prêts non productifs continue d'être source d'une grande vulnérabilité. Avant 2011, les valeurs

⁷⁷ À titre d'exemple, la concentration bancaire en France est de 60,4% en 2013.

élevées de ce ratio reflétaient la mauvaise gestion et l’insuffisance des règles et des normes de surveillance, en particulier en ce qui concerne les banques publiques. Après 2011, la détérioration de la qualité des actifs s’est poursuivie, atteignant 15,2% en 2013. Cela est expliqué par le niveau élevé des engagements sur des clients – entreprises ou particuliers – ayant des liens avec le régime déchu.

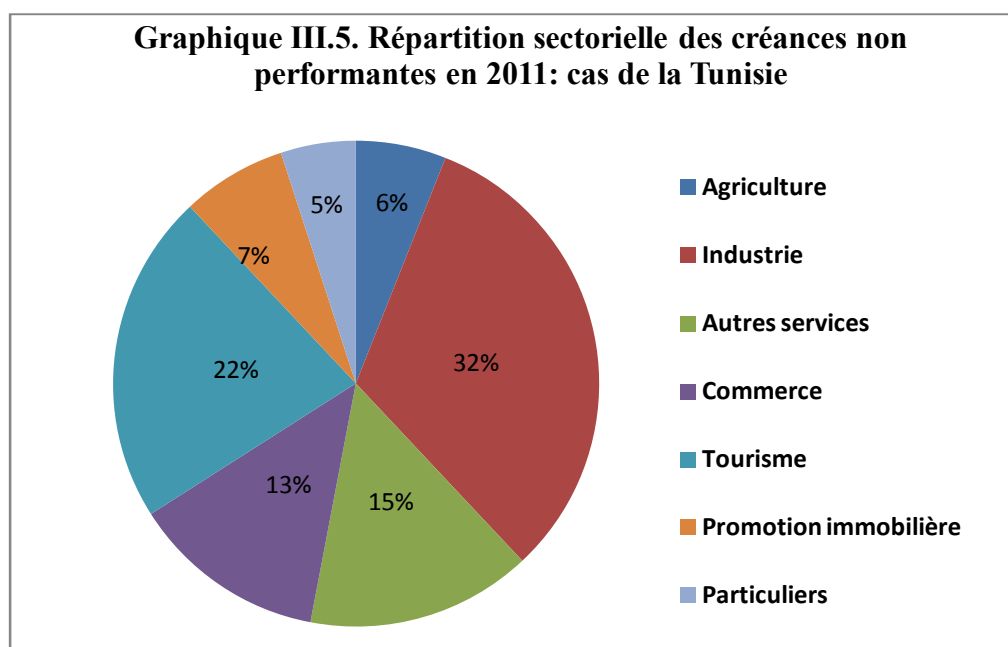
Tableau III.3. L’évolution des prêts non performants en % du total des prêts

	2001	2005	2009	2013
Algérie	N/A*	N/A	21,1	10,6
Maroc	16,8	15,7	5,5	5,9
Tunisie	21	20,9	13,2	15,2

Source : Auteur à partir de Global Financial Development, The World Bank

* Not available

Alternativement, l’augmentation des créances non performantes se manifeste par la participation des banques au financement des secteurs d’activité définis comme prioritaires par l’Etat, à savoir les secteurs de l’industrie et du tourisme. Ces derniers représentent 54% du total des prêts non performants (cf. [graphique5](#)).



Source : Banque Centrale de Tunisie (2013): “Rapport sur la supervision bancaire”, p. 41

À cet égard, les banques tunisiennes sont amenées à couvrir les prêts non productifs, en renforçant le dispositif réglementaire de fonds propres et en adoptant les réformes mises au point par les Accords de Bâle (cf. [encadré 3](#)).

Encadré III.3. Les accords de Bâle

Le Comité de Bâle est une institution créée en 1974 par les gouverneurs des banques centrales du « groupe des Dix » (G10). L'objectif de cette institution est d'améliorer la stabilité du système financier international par l'introduction d'exigences de fonds propres applicables à toutes les banques.

- Les Accords de Bâle I

L'Accord de Bâle de 1988 avait deux objectifs : le premier consistait à imposer des conditions de concurrence loyale entre les banques, et le second consistait à consolider l'assise financière des établissements de crédit. Le Comité estime que l'élément essentiel des fonds propres est divisé en capital social et des réserves publiées (catégorie 1) et en d'autres composantes qui présentent les fonds propres complémentaires (catégorie 2). Ainsi, dans le cadre d'un dispositif prudentiel, le ratio Cooke a été mis en place. Ce dernier présentait une double contrainte:

(Fonds propres + quasi fonds propres) / Ensemble des engagements $\geq$ 8%.

Fonds propres / Ensemble des engagements $\geq$ 4%.

Les risques de crédits sont pondérés selon la nature de l'emprunteur. Par exemple, les pondérations étaient de 0% pour les créances sur les États de l'OCDE, de 20% pour les créances sur les banques de l'OCDE et sur les collectivités locales de l'OCDE, de 50% pour les créances hypothécaires au logement et de 100% pour les autres créances.

Toutefois, ce ratio présentait des limites. En effet, la pondération des engagements de crédit était insuffisamment différenciée pour rendre compte de toute la complexité effective du risque crédit. Les banques ont généralement pris avantage de ce manque de discrimination pour monter des opérations d'arbitrage prudentiel. De plus, les années 1990 ont vu l'émergence d'un phénomène nouveau, à savoir la croissance explosive des dérivés et donc des risques "hors-bilan".

- Les Accords de Bâle II

L'Accord dit de Bâle II a été finalisé en 2005, afin de mieux évaluer les risques encourus. Les nouvelles propositions sont regroupées autour de trois piliers. Le premier pilier, qui reprend les dispositions de Bâle I, concerne les exigences de fonds propres. Le deuxième pilier traite la procédure de surveillance et de gestion des fonds propres. Enfin, le troisième pilier définit les obligations de publication imposées aux banques.

Pilier I

Le ratio McDonough est un ratio de solvabilité, qui ne change pas l'esprit du ratio Cook mais plutôt l'enrichit. En effet, ce ratio prend en compte les risques opérationnels (fraude et pannes de système) et les risques de marché, en complément du risque de crédit ou de contrepartie. Le ratio McDonough est calculé de la manière suivante :

(Fonds propres + quasi fonds propres) / Actifs pondérés du risque $\geq$ 8%.

Actifs pondérés du risque = risques de crédits (75%) + risques de marché (5%) + risques opérationnels (20%).

Pilier II

Les autorités monétaires sont rappelées à surveiller efficacement le respect des accords de Bâle. Dans ce cadre, les banques doivent prouver la validité de leurs méthodes statistiques sur des périodes assez longues (5 à 7 ans) ou la validité de normes prudentielles en cas de crise économique. En fonction des résultats, les banques centrales peuvent imposer des fonds propres supplémentaires.

Pilier III

La nécessité de publier des informations complètes sur les méthodes de gestion des risques, afin de renforcer la discipline de marché et de favoriser la transparence. Ainsi, les données diffusées vont permettre aux investisseurs d'avoir une idée plus complète de la solvabilité et de la liquidité des banques.

- **Les Accords de Bâle III**

Au début de la crise des subprimes, le système bancaire international ne disposait pas d'un niveau suffisant de fonds propres. Cela implique l'absence d'informations financières qui auraient permis aux marchés de bien évaluer la qualité des fonds propres entre juridictions. Ainsi, les accords de Bâle III, publiés le 16 décembre 2010, avaient pour objectif de renforcer le dispositif mondial de fonds propres et d'instaurer de nouvelles normes internationales de liquidité. Parmi les principales mesures mises en avant par le Comité de Bâle :

Accroître les fonds propres

Augmentation du ratio de fonds propres durs (catégorie 1) à 4,5%, dès 2013. Ainsi, le ratio de solvabilité des banques doit donc être de 10,5% en 2019 et non de 8% comme l'exigeait les Accords de Bâle II.

- 2013 : Ratio de solvabilité à 8% des engagements dont 4.5% de catégorie 1
- 2014 : Ratio de solvabilité à 8% des engagements dont 5.5% de catégorie 1
- 2015 : Ratio de solvabilité à 8% des engagements dont 6% de catégorie 1

- 2016 : Ratio de solvabilité à 8.625% des engagements dont 6% de catégorie 1
- 2017 : Ratio de solvabilité à 9.25% des engagements dont 6% de catégorie 1
- 2018 : Ratio de solvabilité à 9.875% des engagements dont 6% de catégorie 1
- 2019 : Ratio de solvabilité à 10.5% des engagements dont 6% de catégorie 1

Mettre en place deux ratios de liquidité

Il s'agit d'éviter le manque de liquidité, suite aux retraits effectués par les épargnants. Les deux ratios sont :

- ❖ Le LCR (Liquidity Coverage Ratio) est un ratio de court terme, qui stipule qu'une banque doit détenir un encours d'actifs liquides pour compenser le total de ses sorties nettes de trésorerie pendant une période de 30 jours dans le scénario de tensions spécifié.

Encours d'actifs liquides de haute qualité / Total des sorties nettes de trésorerie sur les 30 jours calendaires suivants $\geq 100\%$.

- ❖ Le NSFR (Net Stable Funding Ratio) est un ratio de long terme, qui vise à ce que le montant du financement stable disponible (les fonds propres et les passifs qui sont fiables) soit supérieur au montant du financement stable exigé (mesuré en tenant compte des grandes caractéristiques du profil de risque de liquidité des actifs et des expositions hors bilan). Ainsi, la banque peut exercer ses activités durant un an dans un contexte de tensions prolongées.

Montant du financement stable disponible / Montant du financement stable exigé $\geq 100\%$.

Limiter l'accumulation de l'effet de levier

Le dispositif de Bâle III institue un ratio simple, transparent, qui n'est pas basé sur le risque. Il s'agit du ratio de levier, qui est défini par le rapport des fonds propres (catégorie 1) sur la mesure de l'exposition (les actifs du bilan, traitement des dérivés, etc.). Ce ratio ne doit pas être inférieur à 3%.

Fonds propres / Exposition $\geq 3\%$.

Source : Auteur à partir des rapports du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

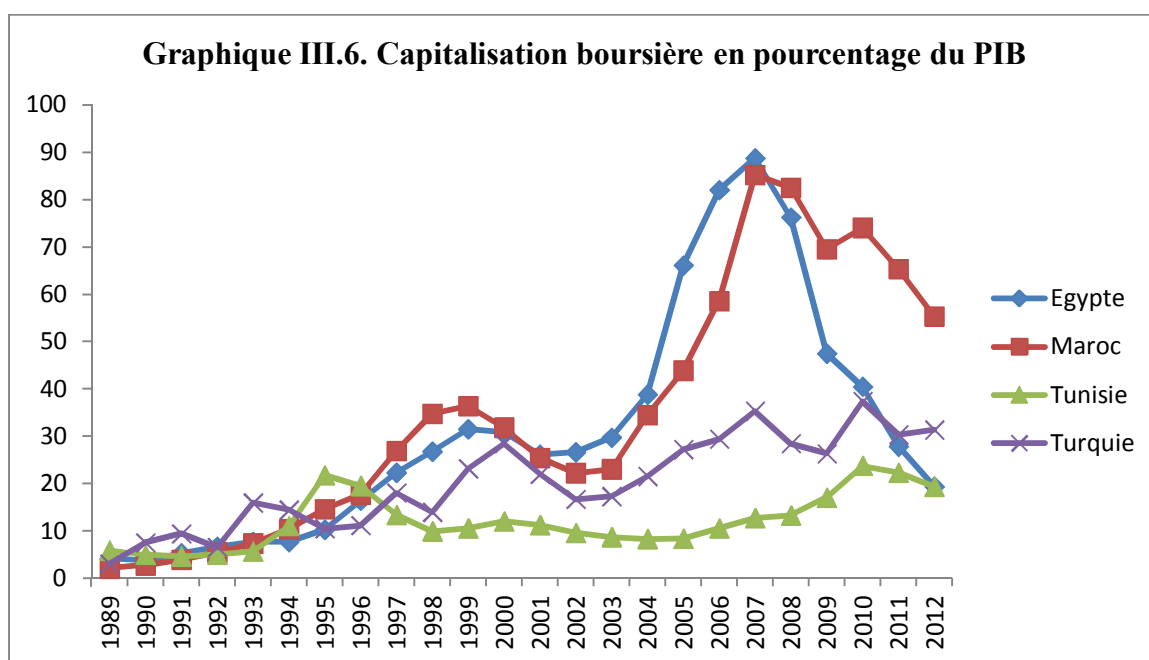
I.3. Le développement du marché boursier

Au cours de la dernière décennie, les marchés boursiers sont devenus des places incontournables au développement financier et économique. L'accessibilité plus grande aux marchés de capitaux a probablement contribué à la répartition des risques et au financement du secteur privé. Ainsi, les marchés des capitaux aident les économies à générer plus d'épargne et des investissements productifs. De même, les marchés boursiers peuvent attirer des capitaux étrangers, ce qui favorise l'augmentation des ressources dans les pays en

développement. C'est dans ce cadre que nous allons étudier le développement du marché boursier en Tunisie, comparativement aux pays concurrents.

I.3.1. La capitalisation boursière

La capitalisation boursière (également connue sous le nom de valeur marchande) se calcule en multipliant le cours de l'action par le nombre d'actions en circulation. Le graphique 6 montre que la capitalisation boursière en pourcentage de PIB, a connu une nette progression au cours de la décennie 90, suite à la mise en œuvre d'une série de réformes dans les quatre pays⁷⁸. Toutefois, à partir des années 2000, l'évolution de ce ratio a été caractérisée par des divergences notables. Ainsi, la Bourse marocaine occupe la première position, avec une moyenne annuelle de 51,66% entre 2000 et 2012, suivie par la Bourse égyptienne et turque avec des moyennes respectives de 46,19% et 27%. La Tunisie se trouve en bas du classement avec une moyenne de 13,65% seulement. Ce dernier constat témoigne de la faiblesse structurelle du marché boursier tunisien. En effet, la structure du secteur privé est dominée par les petites et moyennes entreprises, dont la plupart sont familiales, ce qui empêche l'ouverture du capital à des participations extérieures.



Source : Auteur à partir de Global Financial Development, The World Bank

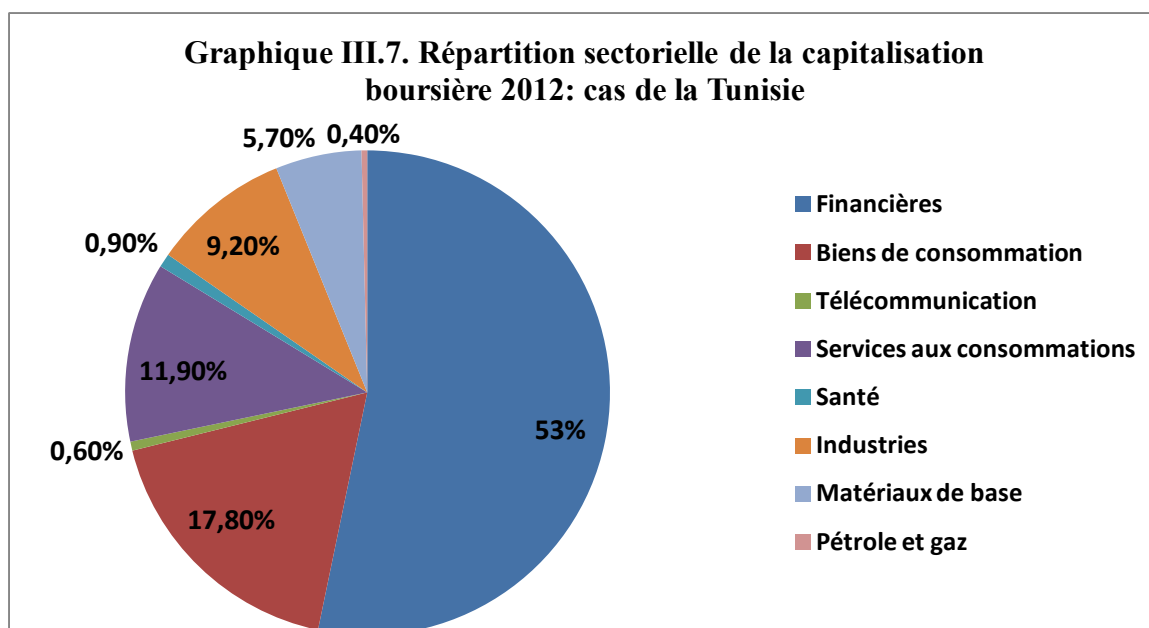
De plus, les sociétés cotées doivent se conformer à des normes comptables. Ce n'est pas le cas pour la majorité des firmes tunisiennes, qui ne respectent pas les règles de transparence et de

⁷⁸ L'Algérie ne fait pas partie de l'échantillon puisque le secteur boursier demeure marginal, avec un ratio de capitalisation qui n'a guère dépassé le 1% du PIB

publicité des comptes. Par ailleurs, les agents économiques ont souvent recours à des financements via le marché bancaire afin de garder une structure fermée.

Au niveau international, le faible niveau de participation étrangère explique la résistance aux chocs extérieurs. Ainsi, le marché tunisien n'a pratiquement pas souffert des turbulences que connaissent les marchés émergents depuis le milieu de l'année 2008. Par exemple, la capitalisation boursière en Egypte, au Maroc et en Turquie a chuté de 37,7%, de 15,8% et de 7,4%, respectivement entre 2008 et 2009. Contrairement à ces pays, la Tunisie a enregistré une nette progression, passant de 13,3% en 2008 à 17% en 2009.

En termes de répartition sectorielle, la Bourse est dominée par le secteur financier qui représente à lui seul 53% de la capitalisation boursière du marché en 2012 (cf. [graphique 7](#)). De ce fait, l'activité d'émission des titres se fait essentiellement par le secteur bancaire, dans le but de respecter la réglementation prudentielle concernant les fonds propres.

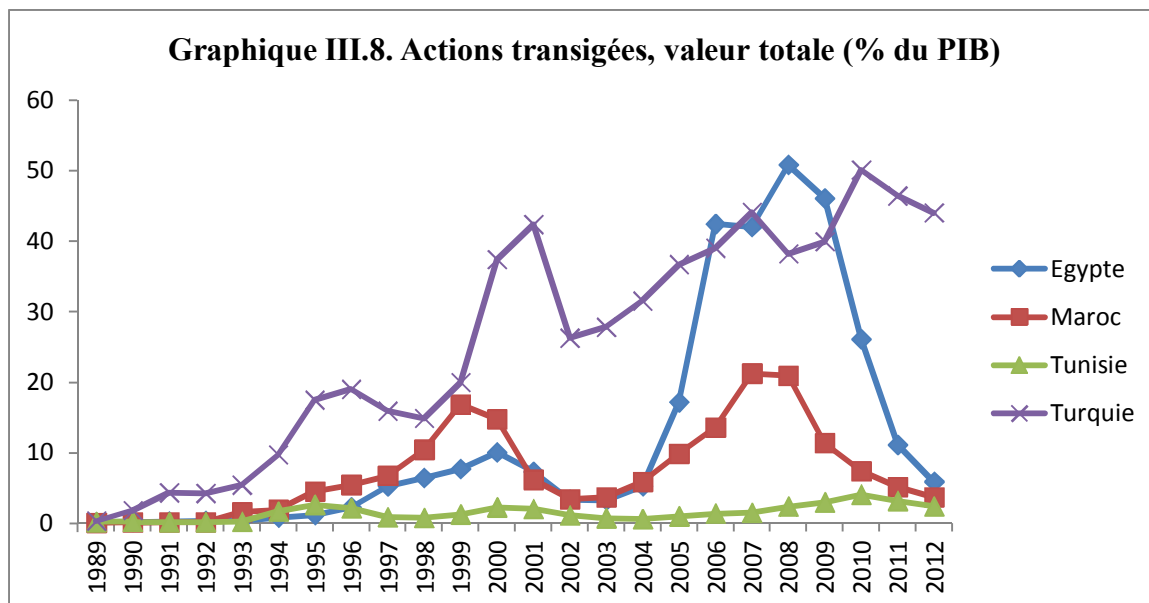


Source : Auteur à partir de l'Institut Tunisien de la Compétitivité et des Etudes Quantitatives

I.3.2. Le volume des transactions

Les actions transigées désignent la valeur totale des actions échangées au cours de la période. Cet indicateur complète le ratio de capitalisation boursière en montrant si la taille du marché est soutenue par les échanges. Le [graphique 8](#), indique que la valeur des actions échangées, en Tunisie, n'a jamais dépassé la valeur de 4,1% du PIB sur la période considérée, contre 50,8% pour l'Egypte en 2008, 21,3% pour le Maroc en 2007, et 50% pour la Turquie en 2010. Par

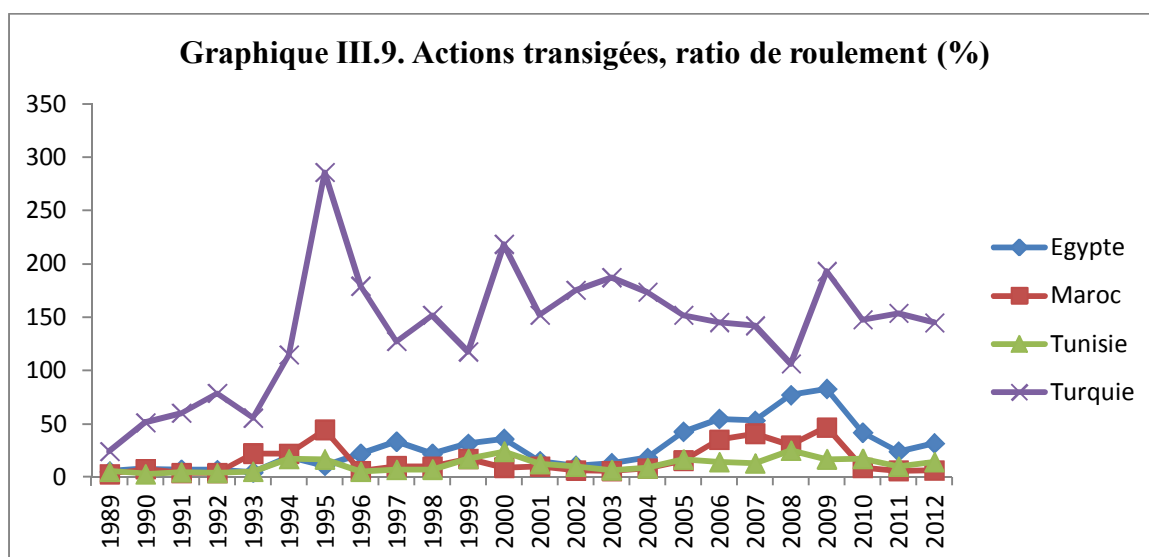
ailleurs, les marchés boursiers égyptien et marocain ont connu une forte baisse de ce ratio, surtout après la crise financière de 2008.



Source : Auteur à partir de Global Financial Development, The World Bank

I.3.3. La liquidité du marché boursier

La liquidité du marché boursier est souvent liée à l'achat ou à la vente rapide des actions, sans que cela ait d'effet majeur sur les prix. La liquidité est mesurée par le ratio de roulement⁷⁹, qui est définie comme étant la valeur totale des actions transigées au cours de la période divisée par la capitalisation boursière moyenne pour la période.



Source : Auteur à partir de Global Financial Development, The World Bank

⁷⁹ Yartey, C. A., & Adjasi, C. K. (2007). Stock market development in Sub-Saharan Africa: Critical issues and challenges (No. 7-209). International Monetary Fund.

Le graphique 9, montre que les marchés boursiers maghrébins souffrent d'une faible liquidité. En effet, la moyenne du ratio de roulement, entre 1989 et 2012, est de 15,9% au Maroc et 11,9% en Tunisie, loin derrière les marchés égyptien et turque avec 28% et 139,2%, respectivement. Cela s'explique principalement par le recours limité aux marchés de capitaux de la part des entreprises (qui ont un besoin de financement). En outre, les valeurs relativement basses de ce ratio signifient que la Tunisie aura plus de difficulté à maintenir un système de négociation et d'analyse de marché approprié, car le volume d'affaires serait tout simplement trop faible.

I.4. L'ouverture du compte capital en Tunisie

Les autorités tunisiennes ont élaboré un plan en trois phases pour libéraliser le compte capital. La première phase consiste tout d'abord à supprimer la majorité des restrictions sur les flux d'investissements directs étrangers (IDE) entrants ; puis à accorder une autorisation limitée aux non résidents pour entreprendre des investissements dans des titres publics, en monnaie locale, et dans des placements privés, particulièrement dans les sociétés cotées et les institutions non financières ; et enfin, à libéraliser totalement les emprunts extérieurs pour les institutions financières et assouplir les exigences de ces emprunts pour les institutions non financières. La deuxième phase implique : (i) la libéralisation des flux d'IDE sortants, (ii) la possibilité aux investisseurs institutionnels d'effectuer des placements à l'étranger, et (iii) l'abolition des obstacles à l'entrée d'investissements de portefeuille, c'est-à-dire que les non résidents peuvent acquérir librement des titres de créance sur le marché tunisien. La troisième phase de réformes repose sur la notion de « la convertibilité totale de la monnaie ». Cela implique la libéralisation complète de toutes les formes de mouvement de capitaux entre résidents et non résidents. Dans ce cadre, l'expérience des dernières décennies a montré que les régimes conventionnels de taux de change fixes n'étaient pas adaptés à une politique de libéralisation du compte capital. En effet, le libre flottement de la monnaie permet une plus grande capacité de répondre aux chocs exogènes, surtout en ce qui concerne les mouvements des flux de capitaux privés à court terme. Néanmoins, certaines fluctuations du taux de change nominal peuvent entraîner des risques économiques⁸⁰.

Seulement la première phase de réformes est quasiment accomplie. En effet, avant les années 1990, les autorités monétaires exerçaient un contrôle étendu sur les recettes d'exportation et

⁸⁰ Sole et al (2007) "Financial sector reforms and prospects for financial integration in Maghreb countries" International Monetary Fund (No. 7-125).

les opérations en compte capital, à l'exception des flux entrants d'IDE, qui étaient autorisés et encouragés dans certains cas. Toutefois, en 1992, la Tunisie a assoupli les dispositions relatives au contrôle de changes sur les transactions courantes c'est-à-dire l'instauration de la convertibilité courante du dinar. Alternativement, les flux entrants des investissements de portefeuille ont été partiellement libéralisés en 1995.

La libéralisation reste limitée dans les années ultérieures, principalement à cause des règles administratives sur les recettes d'exportations et les sorties d'IDE. En effet, les transferts de fonds sont soumis à l'approbation de la Banque Centrale de Tunisie. Uniquement les non résidents ont la possibilité de rapatrier le capital investi –ainsi que le produit net de cet investissement– en monnaie étrangère (cf. [tableau 4](#)). Parallèlement, le niveau des flux d'investissements de portefeuille, qui représente un bon indicateur des restrictions subsistantes sur les flux de capitaux, demeure faible en Tunisie. Les entrées nettes de FP n'ont pas dépassé le seuil de 0,2% du PIB entre 2000 et 2014.

Tableau III.4. Les restrictions sur le compte capital en Tunisie

Les transactions en capital	Sujet à des contrôles
Investissements de portefeuille	Il existe des contrôles sur les investissements de portefeuille et les instruments du marché monétaire. Les investisseurs étrangers peuvent avoir, à hauteur de moins de 50%, des participations en portefeuille dans des entreprises tunisiennes cotées ou non cotées en Bourse.
Opérations de crédit	Les crédits des résidents aux non-résidents nécessitent l'approbation de la banque centrale, à l'exception de certains crédits accordés sur le marché monétaire. Les crédits des non résidents aux résidents sont plafonnés. Par exemple les banques et les entreprises tunisiennes peuvent emprunter annuellement 10 MDT et 3 MDT (Million de Dinar Tunisien), respectivement
Investissements directs étrangers	Les sorties d'investissements directs étrangers sont soumis à l'approbation de la banque centrale. Les étrangers peuvent investir librement dans la plupart des secteurs économiques.

Source: IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions et BCT

En outre, bien que la Tunisie ait contribué à rendre le taux de change plus flexible, l'instauration de la convertibilité totale du dinar reste loin d'être achevée.

II. La relation entre la libéralisation du compte capital et le développement financier : revue de la littérature

Contrairement aux nombreux travaux qui ont traité la relation entre le développement financier et la croissance, la littérature portant sur le lien entre la libéralisation du compte capital et / ou l'ouverture financière et le développement financier est relativement faible.

De Gregorio (1999) a examiné la question connexe de savoir si l'intégration croissante des économies reflétait un niveau de développement plus important. Ainsi, il a choisi quatre variables pour mesurer l'intégration financière à savoir :

- **IAPM** (Levine et Zervos, 1996) : cet indicateur est calculé sur la base du modèle « International Arbitrage Pricing Model » ;
- **ICAPM** (Levine and Zervos, 1998): cet indice est fondé sur le modèle « International Capital Asset Pricing Model » ou Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF) ;

En employant les deux premiers indicateurs, De Gregorio (1999) a voulu mesurer le niveau d'intégration relatif au marché financier. En effet, les marchés sont dits parfaitement intégrés si les actifs ayant le même risque sont rémunérés de la même façon dans tous les pays. En revanche, si les marchés sont strictement segmentés, les actifs détenus par les investisseurs dans deux pays distincts peuvent avoir des rendements différents. L'un des facteurs qui détermine la segmentation des marchés financiers est le contrôle de capitaux.

- **GFR** (Montiel, 1994): cette variable correspond à l'ampleur des flux bruts de capitaux en pourcentage de PIB. La valeur 1 est attribuée pour les pays avec un taux supérieur à 20%, 2 pour des valeurs comprises entre 15 et 20%, 3 pour une fourchette comprise entre 10 et 15%, 4 pour un intervalle compris entre 5 et 10%, et enfin 5 pour les valeurs en dessous de 5% ;
- **CLAS** (Montiel, 1994): cette mesure prend la valeur 3 pour les pays hautement intégrés au niveau international, 2 pour les pays moyennement intégrés, et 1 pour une faible intégration.

Alternativement, l'auteur a utilisé quatre variables pour évaluer le développement financier. Ces variables sont :

- **CREDIT**: le total des ressources financières fournies au secteur privé. Cette variable est un bon indicateur de l'intermédiation faite par le système bancaire.

- **MCAP**: la capitalisation boursière en pourcentage du PIB. Ainsi, cette mesure indique la taille du marché boursier.
- **TVT**: les actions transigées qui désignent la valeur totale des actions échangées au cours d'une période par rapport au PIB. Cet indicateur montre si la taille du marché est soutenue par les échanges.
- **VOL**: la volatilité qui est mesurée par l'écart-type sur une période de douze mois en utilisant une régression de rendements boursiers.

L'équation utilisée par [De Gregorio \(1999\)](#) s'écrit de la façon suivante :

$$FD_i = constant + \alpha FI_i + other\ regressors$$

En utilisant la technique de coupes transversales pour un échantillon incluant des pays en développement et industrialisés, l'auteur trouve que les variables mesurant le développement du marché boursier (MCAP et TVT) sont en général corrélées positivement avec les indices d'intégration financière. Parallèlement, ces derniers sont fortement associés à des marchés boursiers moins volatils. Par ailleurs, les indicateurs IAPM, ICAPM et GLAS stimulent positivement le développement du marché bancaire (CREDIT). In fine, [De Gregorio \(1999\)](#) soutient l'hypothèse selon laquelle l'augmentation de l'intégration financière conduit à accroître le développement financier.

De leur côté, [Klein et Olivei \(2008\)](#) ont étudié à la fois le lien entre le développement financier et la croissance économique, ainsi que le lien entre l'ouverture du compte capital et le développement financier. Nous allons nous intéresser à la deuxième relation.

Ainsi, ces chercheurs ont utilisé deux indicateurs de développement financier. Le premier, **LLY** « Liquid Liabilities Indicator » est calculé par le rapport entre la masse monétaire M2 et le PIB (M2 / PIB). Cette variable reflète la taille globale de l'intermédiation du secteur financier. De plus, les auteurs ont employé l'indicateur **PRIVY** qui est mesuré par le rapport entre les crédits attribués au secteur privé et le PIB. Dans ce cadre, le modèle utilisé par les chercheurs se présente de la manière suivante :

$$FD_{1990}^i = \beta_0 + \beta_1 KALIB_j^i + \beta_2 X^i + \epsilon^i$$

Avec FD_{1990}^i : indique le développement financier moyen pour le pays i pour la période qui s'étale de 1991 à 1995 et qui est calculé par LLY ou PRIVY, $KALIB_j^i$: indique l'indice de

pourcentage de Share⁸¹ pour mesurer l'ouverture du compte capital, X^i : représente le vecteur des autres variables explicatives du développement financier comme la variable Trade (commerce) évaluée par le rapport de la somme des exportations et des importations d'un pays au PIB, ϵ^i : le terme d'erreur.

In fine, Klein et Olivei (2008) trouvent que la libéralisation du compte capital favorise le développement financier. Toutefois, la corrélation identifiée est valable uniquement pour les pays développés dans leur échantillon. En d'autres termes, il n'y a pas de relation détectable entre la libéralisation et le développement pour les pays moins développés.

Par ailleurs, Hausmann et Fernandez-Arias (2000) ont étudié la relation entre le développement financier (mesuré par l'encours de crédit au secteur privé) et le volume des flux de capitaux entrants. Pour ce faire, ils ont pris un échantillon englobant la quasi-totalité des pays, pour la période qui s'étale de 1996 à 1998. En utilisant les coupes transversales et les moindres carrés ordinaires, les auteurs trouvent deux résultats importants. Le premier est que le volume total de capitaux entrants est lié positivement au degré de développement financier, alors que le second souligne l'existence d'une relation négative entre la part des IDE dans les flux entrants et le développement financier. Autrement dit, les investissements directs étrangers se dirigent vers les pays, dont les marchés de capitaux sont souvent les moins développés.

Ben Naceur et al (2008), quant à eux, ont étudié les conséquences de la libéralisation des flux de capitaux sur le développement du système financier. Ces chercheurs ont pris un échantillon de 11 pays de la région MENA sur la période qui s'étale de 1979 à 2005. Leurs résultats montrent que la libéralisation du marché boursier semble avoir un impact négatif immédiat sur le développement du marché boursier, mais cet impact devient positif et significatif sur le long terme.

À leur tour, Baltagi, Demetriades et Hook Law (2009) ont utilisé l'équation suivante:

$$\ln FD_{i,t} = \beta_0 + \gamma \ln FD_{i,t-1} + \beta_1 \ln Y_{i,t-1} + \beta_2 \ln TO_{i,t-1} + \beta_3 \ln FO_{i,t-1} + \beta_4 \{ \ln FO_{i,t-1} \times \ln TO_{i,t-1} \} + u_{i,t}$$

⁸¹ Voir le chapitre 2 pour la définition de l'indice Share.

Avec FD est un indicateur de développement financier, Y est le revenu par tête, TO est l'ouverture commerciale, FO est l'ouverture financière, et u le terme d'erreur incluant l'effet spécifique pays et l'effet spécifique temporel.

Les facteurs spécifiques pays qui interviennent dans le temps tels que la géographie, le climat, les caractéristiques ethniques, ainsi que tous les facteurs économiques et politiques sont invariables. De plus, les auteurs ont introduit un indicateur de la qualité institutionnelle comme mentionné dans la littérature (Acemoglu et al. 2005; Andrianova et al. 2008). En outre, le terme d'interaction entre l'ouverture commerciale et financière nous renseigne sur l'hypothèse de l'ouverture simultanée. Cette dernière suggère que l'effet marginal de l'ouverture commerciale ne doit pas être positif lorsque le compte capital est relativement fermé. De même, l'effet marginal de l'ouverture financière doit être négatif ou nul lorsque l'économie est fermée au commerce. Ainsi, il y aura toujours des appels à la répression financière pour protéger les entreprises locales et le secteur industriel, ce qui empêcherait le développement financier de décoller (Rajan et Zingales 2003).

Les chercheurs ont exploité la mesure « *de facto* » de Lane et Milesi-Ferretti (2007) et la mesure « *de jure* » de Chinn et Ito (2002) pour mesurer le degré d'ouverture du compte capital. De plus, ils ont employé un indice de la libéralisation financière construit par Abiad et Mody (2005), sur une base annuelle pour un échantillon de 34 pays développés et en développement, et pour la période qui s'étale de 1980 à 1996. Cet indice prend une valeur comprise entre 0 et 18, en se basant sur six aspects différents de la libéralisation, à savoir le contrôle de crédit, le contrôle des taux d'intérêts, les barrières à l'entrée, la réglementation, la privatisation et les transactions internationales.

En employant la Méthode des Moments Généralisés « GMM » en panel dynamique, les auteurs trouvent que le commerce et l'ouverture financière ont des effets positifs sur le développement financier (en termes de crédit bancaire et de capitalisation boursière). Egalement, le terme d'interaction entre l'ouverture commerciale et financière stimule négativement le développement financier. Cela s'explique par le fait que le développement du secteur bancaire et boursier exige l'ouverture du compte courant et du compte capital. En outre, les économies qui sont relativement fermées, jouissent davantage de l'ouverture commerciale ou financière.

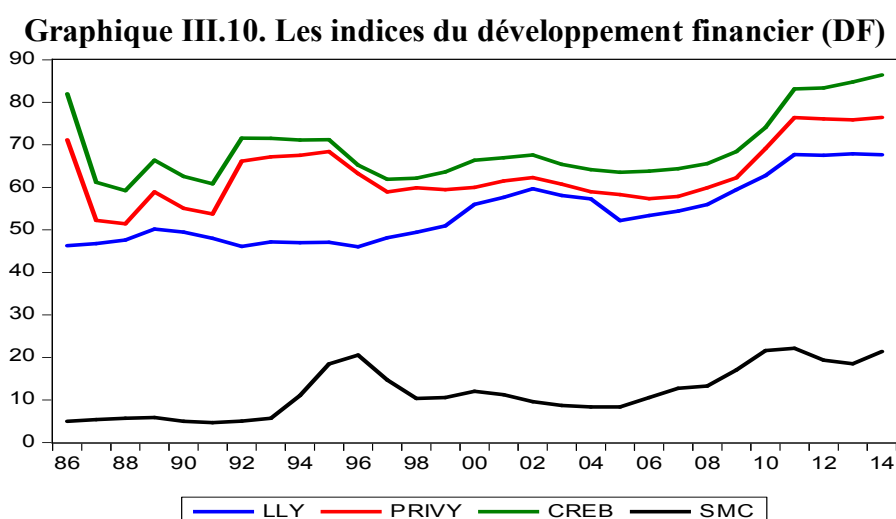
III. Libéralisation du compte capital et développement financier en Tunisie : étude économétrique

Cette section se compose de trois parties. La première partie présente les données et la méthodologie empirique. Les résultats et leurs interprétations font l'objet de la deuxième partie. La dernière partie analyse la robustesse de nos résultats.

III.1. Données et la méthodologie empirique

III.1.1. Données⁸²

Nous examinons les données annuelles pour la Tunisie au cours de la période qui s'étale de 1986 jusqu'à 2014. Le développement financier est la variable endogène dans notre étude économétrique. Pour sa construction, nous avons réalisé une analyse en composantes principales (ACP). Dans ce cadre, [Creane et al \(2003\)](#) ont construit un indice composite afin d'avoir une description plus complète du développement financier. Ils utilisent trois mesures à savoir les passifs liquides, le ratio du crédit au secteur privé par rapport au PIB nominal, et le rapport entre les actifs des banques commerciales et la somme de ces actifs plus ceux de la banque centrale. Parallèlement, [Ang et McKibbin 2007](#) ont utilisé les mêmes indicateurs pour mesurer le degré du développement financier en Malaisie.



Nous allons utiliser quatre indicateurs pour construire notre mesure synthétique. Le premier est le ratio des passifs liquides (M3) par rapport au PIB nominal noté (LLY), qui nous informe sur la taille du marché financier. Dans ce contexte, [Jalil et all \(2010\)](#) préconise l'utilisation de ce ratio plutôt que le ratio de la masse monétaire (M2) en pourcentage du PIB.

⁸² Les représentations graphiques des séries utilisées dans l'étude économétrique sont présentées dans l'annexe III.1.

En effet, M2/ PIB est généralement associée à un niveau de développement financier plus élevé, à travers l'élargissement des mécanismes de l'épargne, l'accroissement de la taille du secteur bancaire, l'amélioration de la fourniture de services financiers, et l'augmentation de la liquidité dans l'économie. Toutefois, ce ratio pourrait diminuer plutôt que s'accroître à mesure que le système financier se développe (la préférence aux placements de long terme plutôt que les placements liquides de court terme). Le deuxième indicateur est le ratio des crédits domestiques distribués par le secteur bancaire (en % du PIB), noté (CREB). Il désigne l'ensemble des crédits dans divers secteurs sur une base brute, à l'exception du crédit accordé au gouvernement central, qui est net. Le secteur bancaire englobe les autorités monétaires telles que la banque centrale (l'entité qui contrôle la masse monétaire d'un pays), les banques de dépôt (banques commerciales) et autres institutions financières. Toutefois, la simple mesure de CREB ne permet pas d'avoir une indication complète et une idée plus claire sur le développement du secteur financier. En effet, cette mesure ne distingue pas entre les crédits attribués au secteur privé et les prêts octroyés au secteur public. Sachant que le secteur privé peut utiliser de manière plus efficace et plus rentable les fonds financiers. Pour cette raison, nous déployons le troisième indicateur (PRIVY), qui est le ratio des crédits domestiques accordés au secteur privé (en % du PIB)⁸³. Par ailleurs, la plupart des chercheurs n'ont pas inclus la taille des marchés boursiers dans la construction de l'indicateur synthétique du développement financier. Ainsi, le quatrième indicateur est le ratio de la capitalisation boursière par rapport au PIB, noté (SMC). Ce ratio est égal à la valeur des actions cotées divisée par le PIB.

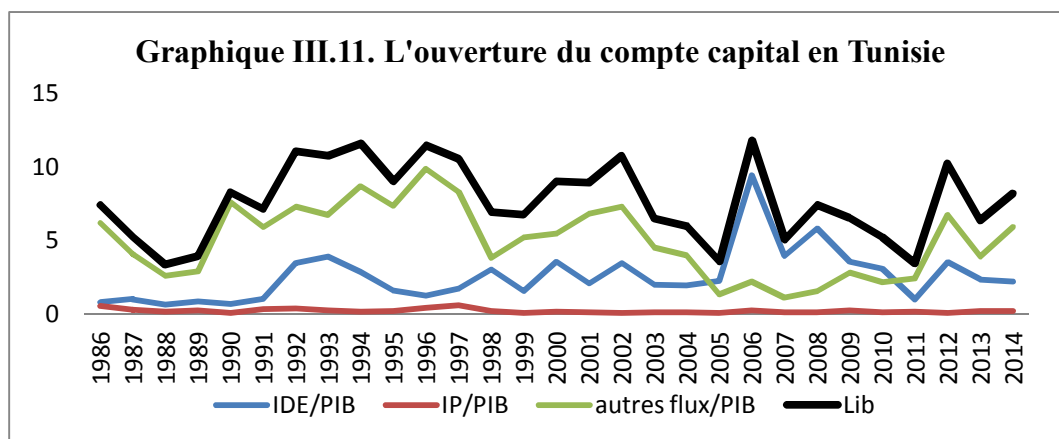
Tableau III.5. La construction de la variable du développement financier DF par la méthode de l'analyse en composantes principales

	PCA 1	PCA 2	PCA 3	PCA 4
Eigenvalues	3.01388	0.593637	0.368388	0.0240972
% of variance	0.7535	0.1484	0.0921	0.0060
Cumulative %	0.7535	0.9019	0.9940	1.0000
Variable	Vector1	Vector2	Vector3	Vector4
LLY	0.4664	0.5212	0.7046	-0.1202
PRIVY	0.5359	-0.4386	-0.1506	-0.7055
CREB	0.5273	-0.4934	0.1318	0.6791
SMC	0.4662	0.5409	-0.6808	0.1632

⁸³ Les deux indicateurs CREB et PRIVY sont utilisés par [Uddin et al \(2013\)](#) pour construire la variable du développement financier au Kenya.

Le [tableau 5](#) montre que la première composante explique 75,35% de la variance totale. Par conséquent, les informations relatives à cette composante sont utilisées pour la construction de l'indice du développement financier. Les coefficients de pondération (factor scores) suggèrent que les contributions individuelles de LLY, PRIVY, CREB, et SMC à la variance de la première composante principale sont respectivement de 23,37%, 26,85%, 26,42%, et 23,36%.

Pour les variables de l'ouverture du compte capital, nous utilisons la somme des valeurs absolues des capitaux entrants et sortants du pays considéré, divisée par son produit intérieur brut (**Lib**) comme proposée par [Kraay \(1998\)](#) et [Salins \(2007\)](#). La mesure est ici construite à partir des données de la base du FMI (balance de paiement de la Tunisie, cf. [graphique 11](#)).



Source : calculs de l'auteur à partir de The Balance of Payments IMF

En outre, nous allons introduire la corruption comme « proxy » afin d'évaluer le développement institutionnel. Cette mesure est tirée de la base des données de l'International Country Risk Guide (ICRG). In fine, nous allons introduire les variables macroéconomiques qui sont utilisées dans la littérature empirique afin d'étudier l'impact de l'ouverture du compte capital sur le développement financier. Ces indicateurs sont : le Taux d'inflation telle que mesurée par le taux annuel de croissance du déflateur implicite du PIB (**INF**), le PIB réel par habitant (**PIB**) comme proxy de la croissance économique, et l'ouverture commerciale, qui est la somme des exportations et des importations rapportée au PIB (**Trade**).

III.1.2. Méthodologie empirique

Les techniques de cointégration les plus utilisées sont celles en deux étapes [d'Engle et Granger \(1987\)](#), l'approche de [Johansen \(1988\)](#) et la méthode de [Johansen et Juselius \(1990\)](#). Toutefois ces tests de cointégration usuels préconisent l'utilisation des séries intégrées de

même ordre $I(0)$ ou $I(1)$. De plus, ils sont adaptés pour les échantillons de grande taille. Afin de remédier à ces insuffisances, Pesaran et Shin (1998) et Pesaran et al (2001) ont développé une nouvelle approche plus flexible et moins contraignante que les techniques précédentes. En effet, l'ARDL (modèle autorégressif à retards échelonnés) permet, d'une part, de tester les relations de long terme ; en utilisant le test des limites « bounds test » ; sur des séries qui ne sont pas intégrées de même ordre et, d'autre part, d'obtenir des meilleures estimations sur des échantillons de petite taille (Narayan, 2005).

Ainsi, l'ARDL donne la possibilité de traiter simultanément la dynamique de long terme et les ajustements de court terme. C'est dans ce contexte que nous appliquons cette approche afin d'étudier l'impact de la libéralisation du compte capital sur le développement financier.

L'équation de base du modèle ARDL s'écrit comme suit :

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \dots + \beta_k y_{t-p} + \alpha_0 x_t + \alpha_1 x_{t-1} + \alpha_2 x_{t-2} + \dots + \alpha_q x_{t-q} + \varepsilon_t \quad (1)$$

A partir de l'équation (1), nous remarquons que ce modèle est caractérisé par des décalages de la variable dépendante, ainsi que des retards (ou des valeurs actuelles) d'autres variables explicatives. Supposons maintenant qu'il y a trois variables qui nous intéressent dans la modélisation: une variable dépendante (y) et deux variables explicatives (x_1 et x_2). Le modèle se présente alors de la manière suivante :

$$\Delta y_t = \beta_0 + \sum \beta_i \Delta y_{t-i} + \sum \gamma_j \Delta x_{1t-j} + \sum \delta_k \Delta x_{2t-k} + \phi ECT_{t-1} + e_t \quad (2)$$

Avec ECT : est le terme de correction d'erreur qui comprend les paramètres de long terme et ϕ représente le coefficient de correction d'erreur qui montre la vitesse d'ajustement vers l'équilibre à long terme (ce terme doit être significativement négatif afin de garantir l'existence de la relation de long terme). Pour l'étape suivante, nous allons remplacer le terme de correction d'erreur ECT_{t-1} par les termes y_{t-1} , x_{1t-1} , et x_{2t-1} afin d'avoir le modèle suivant :

$$\Delta y_t = \beta_0 + \sum \beta_i \Delta y_{t-i} + \sum \gamma_j \Delta x_{1t-j} + \sum \delta_k \Delta x_{2t-k} + \theta_0 y_{t-1} + \theta_1 x_{1t-1} + \theta_2 x_{2t-1} + e_t \quad (3)$$

L'équation 3 présente le modèle à correction d'erreurs non contraint (ECMs : error correction models), ou encore «ECM conditionnel» comme mentionné par Pesaran, Shin et Smith (2001).

La mise en œuvre du modèle ARDL nécessite le respect de ces étapes :

- Il faut s'assurer qu'aucune des séries étudiées n'est intégrée d'ordre deux $I(2)$. Dans ce cadre, nous allons effectuer les tests de racine unitaire [DICKEY - FULLER Augmenté (ADF), Phillips-Perron (PP) et le test de racine unitaire avec une seule rupture endogène de Zivot et Andrews] ;
- Afin de garantir l'existence d'une relation d'équilibre à long terme entre les variables, nous allons appliquer le test de « bounds test » ;
- L'estimation de la relation de long terme et la dynamique de court terme des modèles ARDL en utilisant le logiciel EViews 9 ;
- La validation des modèles en vérifiant les hypothèses suivantes :

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{Cov}(\varepsilon_t, \varepsilon_s) = 0 ; \text{absence d'auto-corrélation des erreurs.} \\ V(\varepsilon_t) = \sigma^2 \text{ quelque soit } t ; \text{les erreurs sont homoscédastiques.} \\ \varepsilon_t \sim N(0, \sigma^2) ; \text{les erreurs sont normalement distribuées.} \end{array} \right.$$

III.1.2.1. Modèles à estimer

Ainsi à partir des travaux de [Chinn et Ito \(2002\)](#) et [Ang et McKibbin \(2007\)](#), nous allons présenter les modèles suivants :

$$DF_t = \alpha_0 + \alpha_1 PIB_t + \alpha_2 TRADE_t + \alpha_3 Lib_t + \mu_t \quad (1)$$

$$DF_t = \alpha_0 + \alpha_1 PIB_t + \alpha_2 TRADE_t + \alpha_3 INF_t + \alpha_4 Corrup_t + \alpha_5 Lib_t + \mu_t \quad (2)$$

Avec DF : l'indicateur du développement financier, Lib : la mesure de l'ouverture du compte capital, Corrup : la mesure qui reflète la corruption, et PIB, TRADE et INF : les variables de contrôle. α_0 et μ_t représentent la constante et le terme d'erreur, respectivement.

En adoptant l'approche ARDL, les deux modèles se présentent de la manière suivante :

$$\Delta DF_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta DF_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 \Delta PIB_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 \Delta TRADE_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_4 \Delta Lib_{t-i} + \theta_1 DF_{t-1} + \theta_2 PIB_{t-1} + \theta_3 TRADE_{t-1} + \theta_4 LIB_{t-1} + \mu_t \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \Delta DF_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta DF_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 \Delta PIB_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 \Delta TRADE_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_4 \Delta INF_{t-i} \\ + \sum_{i=0}^q \beta_5 \Delta Corrup_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_6 \Delta Lib_{t-i} + \theta_1 DF_{t-1} + \theta_2 PIB_{t-1} + \theta_3 TRADE_{t-1} \\ + \theta_4 INF_{t-1} + \theta_5 Corrup_{t-1} + \theta_6 Lib_{t-1} + \mu_t \end{aligned} \quad (4)$$

Avec Δ est l'opérateur de différences premières ; $\beta_1 - \beta_4$: la représentation Error Correction Models (ECM) ; $\theta_1 - \theta_4$: les relations de long terme ; p est le nombre de retards de la variable expliquée DF ; q est le nombre de retards des variables explicatives. Par ailleurs, nous appliquons la démarche « bounds tests » afin de savoir s'il existe un équilibre de long terme entre les variables. Ainsi, un test de Fisher (la statistique de test est la F-statistics) est mise en place pour vérifier les hypothèses suivantes : l'hypothèse nulle est l'absence de relation d'équilibre de long terme: $\theta_1 = \theta_2 = \theta_3 = \theta_4 = 0$, alors que l'hypothèse alternative H_1 est la présence d'une relation uniforme de long terme entre les séries étudiées : $\theta_1 \neq \theta_2 \neq \theta_3 \neq \theta_4 \neq 0$. ARDL Bounds test présente deux ensembles de valeurs critiques. Le premier ensemble correspond au cas où toutes les variables sont intégrées d'ordre $I(0)$, tandis que le deuxième ensemble concorde avec les séries intégrées d'ordre $I(1)$.

III.1.2.2. Les tests de stationnarité

La première étape dans l'étude des séries temporelles (ou chronologiques) est d'étudier la stationnarité. Ainsi, le processus est dit stationnaire si la structure reste la même. Dans ce cadre, les conditions d'un processus stationnaire du second ordre sont les suivantes :

- $E(X_t) = \gamma$; indépendant du temps t .
- $V(X_t) = m$; constante qui ne dépend pas du temps t .
- $COV(X_t, X_{t-1}) = f(h)$; une fonction indépendante du temps t .

La première condition stipule que l'espérance est constante au cours du temps, il n'y a alors pas de tendance. La seconde condition indique que la variance est constante au cours du temps et non infinie. Enfin, la troisième condition souligne que l'auto-corrélation (ou auto-covariance) entre la variable X_t et X_{t-1} ne dépend pas du temps.

Toutefois, le processus est dit non-stationnaire si la structure évolue avec le temps. Habituellement, les séries économiques ne suivent pas un processus stationnaire. En outre, il est important d'éviter le problème de régression fallacieuse, c'est-à-dire qu'une régression linéaire avec des variables non-stationnaires ne peut pas donner des résultats valides.

Le test de DICKY - FULLER Augmenté (ADF)

Deckey et Fuller (1979) proposent un test détectant la non-stationnarité d'une série temporelle. Le but de ce test est de vérifier l'existence d'une racine unitaire. Ainsi, le test (DF) estime trois modèles :

- Le premier modèle est un modèle sans constante ni tendance temporelle.

$$X_t = \delta X_{t-1} + \varepsilon_t \quad \leftrightarrow \quad \Delta X_t = (\delta - 1) X_{t-1} + \varepsilon_t \quad \leftrightarrow \quad \Delta X_t = \Phi X_{t-1} + \varepsilon_t$$

- Le deuxième modèle est un modèle avec constante et sans tendance temporelle.

$$X_t = c + \delta X_{t-1} + \varepsilon_t \quad \leftrightarrow \quad \Delta X_t = (\delta - 1) X_{t-1} + c + \varepsilon_t \quad \leftrightarrow \quad \Delta X_t = \Phi X_{t-1} + c + \varepsilon_t$$

- Le troisième modèle est un modèle avec constante et tendance temporelle.

$$X_t = \delta X_{t-1} + c + \beta t + \varepsilon_t \quad \leftrightarrow \quad \Delta X_t = (\delta - 1) X_{t-1} + c + \beta t + \varepsilon_t \quad \leftrightarrow \quad \Delta X_t = \Phi X_{t-1} + c + \beta t + \varepsilon_t$$

H_0 : processus non stationnaire : $\Phi = 0$ ou $\delta = 1$; H_1 : processus stationnaire $\Phi < 0$ ou $\delta < 1$

Le test DF standard est un test de stationnarité qui traite uniquement les processus autorégressifs d'ordre AR(1). Le test de Dickey-Fuller a alors été renforcé par le test de Dickey et Fuller augmenté⁸⁴ afin de détecter la présence d'une racine unitaire pour les processus de type AR(p). Alternativement, l'ADF ne suppose pas que les erreurs sont des bruits blancs. Les hypothèses du test se présentent comme suit :

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 : \text{La série comporte une racine unitaire.} \\ H_1 : \text{La série ne comporte pas de racine unitaire. La série est stationnaire.} \end{array} \right.$$

Le test de Phillips-Perron (PP)

Phillips et Perron (1988) présentent une méthode non paramétrique afin de corriger l'autocorrélation et l'hétéroscédasticité, sans avoir à ajouter des endogènes retardées comme dans la méthode de l'ADF. L'hypothèse nulle du test est la présence d'une racine unitaire (comme pour le test ADF).

Le test de Zivot et Andrews (1992)

Zivot et Andrews (1992), noté ZA, ont développé un test de racine unitaire avec une rupture structurelle introduite de façon endogène, c'est-à-dire que le point de rupture (inconnu) est estimé plutôt que fixé. L'hypothèse nulle suppose que la série présente une racine unitaire mais sans aucune rupture. L'hypothèse alternative suppose que la série est stationnaire avec

⁸⁴ Said, S. E., & Dickey, D. A. (1984). Testing for unit roots in autoregressive-moving average models of unknown order. *Biometrika*, 71(3), 599-607.

une seule rupture à une date inconnue T_b ($1 < T_b < T$). Les deux chercheurs proposent, sous l'hypothèse alternative, les trois modèles ci-après :

$$H_0 : y_t = \alpha + y_{t-1} + \epsilon_t \quad (1)$$

H_1 : (Modèle A_{ZA})

$$\Delta y_t = \alpha + \gamma DU_t + \beta_t + \rho y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \Phi_i \Delta y_{t-i} + \epsilon_t \quad (2)$$

(Modèle B_{ZA})

$$\Delta y_t = \alpha + \beta_t + \theta DT_t + \rho y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \Phi_i \Delta y_{t-i} + \epsilon_t \quad (3)$$

(Modèle C_{ZA})

$$\Delta y_t = \alpha + \gamma DU_t + \beta_t + \theta DT_t + \rho y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \Phi_i \Delta y_{t-i} + \epsilon_t \quad (4)$$

Le modèle A_{ZA} autorise un changement dans la constante ; le modèle B_{ZA} permet d'avoir une rupture dans la tendance ; et le modèle C_{ZA} inclut un changement dans la constante et dans la tendance. DU_t est une variable indicatrice qui capte le changement dans la constante à la date T_b . Ainsi, $DU_t = 1$ si $t > T_b$, sinon, $DU_t = 0$. Par ailleurs, DT_t est une variable indicatrice qui capte le changement dans la tendance à la date T_b . Donc, on aura $DT_t = (t - T_b)$ si $t > T_b$, sinon, $DT_t = 0$. Les auteurs estiment que la date de rupture $T_b \in [T_1 ; T_2]$ avec $T_1 = \lambda * T$ et $T_2 = (1 - \lambda) * T$ avec λ un réel positif $\lambda \in [0 ; 1]$.⁸⁵

III.2. Résultats empiriques et interprétations

III.2.1. Les tests de racine unitaire

Pour examiner la stationnarité des séries, nous allons appliquer le test de Dickey et Fuller augmenté (Deckey et Fuller ,1979) et le test de Phillips et Perron (1988) (PP). Comme indiqué dans le [tableau 6](#), les résultats suggèrent que les variables DF, PIB, TRADE, et Corrup sont stationnaires en différence première, alors que les deux variables INF et Lib sont stationnaires

⁸⁵ Bassil, C. (2012). Interaction entre racines unitaires et ruptures structurelles. Revue économique, 63(1), 93-128.

au niveau. Ainsi, les variables de notre étude sont intégrées d'ordre $I(0)$ et $I(1)$, ce qui justifie l'utilisation de l'ARDL. Les résultats du [tableau 7](#) montrent que les séries ne sont pas intégrées à un ordre supérieur à 1. De plus, le test ZA confirme les résultats obtenus par les tests ADF et PP.

Tableau III.6. Résultats des tests ADF et PP

Variables au niveau	ADF test		PP test	
	Constante	Constante et tendance	Constante	Constante et tendance
DF	-0.947941	-1.800653	-0.882172	-3.074539
PIB	-0.343377	-2.005203	-0.345363	-2.109369
TRADE	-2.492535	-2.769729	-2.500304	-2.769729
INF	-4.827621*	-5.620084*	-4.849124*	-5.630146*
Lib	-3.949943*	-3.878082*	-3.949943*	-3.878082*
Corrup	-1.531654	-1.872993	-1.531654	-1.889970
en différence première	Constante	Constante et tendance	Constante	Constante et tendance
DF	-6.084621*	-5.797215*	-6.131620*	-5.834905*
PIB	-4.895336*	-4.797118*	-4.895336*	-4.797118*
TRADE	-5.034836*	-5.006741*	-5.069307*	-5.003839*
INF	-9.028981*	-8.846445*	-25.87845*	-25.07606*
Lib	-8.752443*	-8.582734*	-11.39873*	-11.41898*
Corrup	-5.591476*	-5.494617*	-5.590230*	-5.494617*

Notes : toutes les variables sont transformées en logarithme naturel sauf la variable INF. Le nombre de retard optimal est sélectionné automatiquement, en utilisant «Schwarz information criteria» pour le test ADF. Le nombre de retards pour le test de Phillips-Perron est déterminé avec l'approche de Bartlett kernel.* Indique le rejet de l'hypothèse nulle au seuil de 5%. Les valeurs critiques utilisées sont celles de [Mackinnon \[1996\]](#).

Tableau III.7. Test ZA

Modèle	Changement dans la constante				Changement dans la tendance				Changement dans la constante et la tendance			
	niveau		différence		niveau		différence		niveau		différence	
	TB	Min _T	TB	Min _T	TB	Min _T	TB	Min _T	TB	Min _T	TB	Min _T
DF	2010	-4.735	1996	-6.185*	2008	-4.189	2005	-5.680*	2005	-4.669	2009	-6.252*
PIB	2010	-2.607	2009	-6.003*	2010	-3.173	1991	-5.735*	2007	-3.405	2009	-5.850*
TRADE	1996	-4.240	1991	-5.898*	2000	-3.530	1992	-6.259*	1996	-3.879	1993	-6.038*
INF	1999	-7.207*	1998	-6.447*	2005	-5.984*	2000	-5.776*	1999	-6.944*	1998	-6.155*
Lib	1990	-6.000*	1995	-5.744*	1994	-5.911*	1999	-5.809*	1990	-5.858*	2006	-5.774*
Corrup	2002	-4.715	2004	-6.156*	2007	-2.639	2003	-5.894*	2002	-6.972*	2010	-6.830*

Notes: les valeurs critiques aux seuils de 5% sont respectivement de -4.8 pour le modèle où le changement structurel est dans la constante, de -4.42 pour le modèle où le changement structurel est dans la tendance, et de -5.08 pour le modèle où le changement structurel est aussi bien dans la constante que dans la tendance.* L'hypothèse nulle est rejetée au seuil de 5%. Le nombre de retard optimal est sélectionné via t-test sur le logiciel Stata.

III.2.2. Tests de diagnostic et de cointégration

Le modèle ARDL estime $(p + 1)^k$ régressions, avec p est le nombre de retard optimal et k est le nombre des variables dans l'équation⁸⁶. Pour le nombre de retard optimal, nous allons choisir une durée maximale d'une période. En effet, le nombre de retard optimal sélectionné est celui qui respecte les critères d'absence de corrélation sérielle. Le tableau 8 montre que les deux modèles sont globalement significatifs étant donné que la probabilité associée au F-statistic est inférieure à 5%. De plus, ils sont de bonne qualité puisque les valeurs de la statistique R^2 ajusté sont de 0,84 et 0,88, respectivement. Les résultats des tests de validation des modèles ; à savoir le test de corrélation sérielle de Breusch–Godfrey (LM) de l'ordre de 1, le test ARCH d'hétéroscédasticité de l'ordre de 1, le test de Jarque-Bera (JB) pour la normalité des résidus, et le test de la forme fonctionnelle de Ramsey (RESET) de l'ordre de 1 ; confirment l'absence de corrélation sérielle, l'absence d'hétéroscédasticité, et la normalité des résidus. Alternativement, la forme fonctionnelle de nos spécifications est correcte. Par ailleurs, les tests de CUSUM et du carré du CUSUM montrent que les paramètres estimés sont stables sur la période d'étude.

Les hypothèses du test de corrélation sérielle des erreurs se présentent comme suit :

$$\begin{cases} H_0 : \text{absence de corrélation sérielle des erreurs ; } \text{COV}(\varepsilon_t, \varepsilon_s) = 0 \text{ quelque soit } t \neq s \\ H_1 : \text{il y a auto-corrélation des erreurs ; } \text{COV}(\varepsilon_t, \varepsilon_s) \neq 0 \end{cases}$$

Les hypothèses du test ARCH (hétéroscédasticité conditionnelle autorégressive) s'énoncent de la manière suivante :

$$\begin{cases} H_0 : \text{absence d'hétéroscédasticité ; } V(\varepsilon_t) = \sigma^2 \text{ quelque soit } t. \\ H_1 : \text{les erreurs sont hétéroscédastiques ; } V(\varepsilon_t) = \sigma_t. \end{cases}$$

Le test de Jarque-Bera (1980) permet d'évaluer l'hypothèse d'une normalité approximative de la distribution à partir des valeurs des moments 3 et 4 de la distribution Symétrie (skewness) et aplatissement (kurtosis). Les hypothèses de ce test se présentent comme suit :

$$\begin{cases} H_0 : \text{les erreurs suivent une loi normale ; } \varepsilon_t \sim N(0, \sigma^2) \\ H_1 : \text{les erreurs ne suivent pas une loi normale.} \end{cases}$$

Pour tester ces hypothèses, la formule suivante est utilisée :

⁸⁶ Les résultats relatifs à la procédure « bounds test », aux estimations des deux modèles ARDL, et aux tests de diagnostic sont présentés dans les annexes III.2, III.3 et III.4, respectivement

$$\text{Jarque-Bera} = \frac{N-L}{6} \left(S^2 + \frac{(K-3)^2}{4} \right)$$

N est le nombre d'observation, L représente le nombre de paramètres estimés, S est la valeur de Skewness et K représente la valeur de Kurtosis.

Le test de Ramsey (1969) permet de vérifier s'il existe des variables manquantes ou un problème de formes fonctionnelles dans notre modèle. Les hypothèses de ce test se présentent de la manière suivante :

- $\left\{ \begin{array}{l} H_0 : \text{le modèle est bien spécifié} \\ H_1 : \text{le modèle est mal spécifié} \end{array} \right.$

Tableau III.8. Tests de diagnostic

	Modèle 1	Modèle 2
R^2	0.869607	0.911011
R^2 ajusté	0.839972	0.879865
F-statistic	29.34413 (0.00)	29.24961 (0.00)
LM (1)	0.046226 (0.8318)	0.684866 (0.4182)
ARCH (1)	0.152146 (0.6998)	0.043918 (0.8357)
JB	1.264011 (0.531525)	2.601535 (0.272323)
RESET (1)	4.010589 (0.0583)	3.887512 (0.0634)

Notes: LM Test = le test du Multiplicateur de Lagrange (corrélation sérielle de Breusch–Godfrey). ARCH = le test d'hétéroscédasticité conditionnelle autorégressive. JB= le test de Jarque Bera. RESET = Ramsey Regression Equation Specification Error Test. Les valeurs entre (.) sont les p-values.

Tableau III.9. Test de cointégration « bounds test »

Modèles	F-statistic	cointégration
$DF = f(PIB, TRADE, Lib)$	4.551337**	Oui
$DF = f(PIB, TRADE, INF, Corrup, Lib)$	4.391207**	Oui
Valeurs critiques (limite supérieure)	k=3	k = 5
1%	5.61	4.68
2.5%	4.89	4.18
5%	4.35	3.79
10%	3.77	3.35

Notes : *, **, et *** indiquent le rejet de l'hypothèse nulle au seuil de 10%, 5%, et 1%, respectivement. (Voir Pesaran et al, 2001 pour plus de détails).

En ce qui concerne le test de cont gration, le F-statistic présenté dans le [tableau 9](#) indique l'existence d'une relation à long terme entre les variables sous-jacentes⁸⁷. En effet, les valeurs observées dépassent la valeur critique supérieure (au seuil de 5% pour les deux modèles).

III.2.3. Les relations de long et de court terme

Afin d'analyser les relations de long terme, les équations (5) et (6) sont estimées et leur représentation mathématique s'écrit comme suit:

$$DF_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \theta_1 DF_{t-i} + \sum_{i=0}^q \theta_2 PIB_{t-i} + \sum_{i=0}^q \theta_3 TRADE_{t-i} + \sum_{i=0}^q \theta_4 LIB_{t-i} + \epsilon u_t \quad (5)$$

$$\begin{aligned} DF_t = & \beta_0 + \sum_{i=1}^p \theta_1 DF_{t-i} + \sum_{i=0}^q \theta_2 PIB_{t-i} + \sum_{i=0}^q \theta_3 TRADE_{t-i} + \sum_{i=0}^q \theta_4 INF_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^q \theta_5 Corrp_{t-i} + \sum_{i=0}^q \theta_6 LIB_{t-i} + \mu_t \end{aligned} \quad (6)$$

Pour étudier les effets de court terme des variables explicatives sur le développement financier en Tunisie, nous estimons les régressions de correction d'erreur. Ces dernières se présentent de la manière suivante :

$$\begin{aligned} \Delta DF_t = & \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta DF_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 \Delta PIB_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 \Delta TRADE_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_4 \Delta Lib_{t-i} \\ & + \lambda ECT_{t-1} + \mu_t \end{aligned} \quad (7)$$

$$\begin{aligned} \Delta DF_t = & \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta DF_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 \Delta PIB_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 \Delta TRDAE_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_4 \Delta INF_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^q \beta_5 \Delta Corrup_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_6 \Delta Lib_{t-i} + \lambda ECT_{t-1} + \mu_t \end{aligned} \quad (8)$$

Avec ECT: le terme de correction d'erreur et λ : le coefficient de correction d'erreur qui montre la vitesse d'ajustement vers l'équilibre à long terme (ce terme doit être significativement négatif afin de garantir l'existence de la relation de long terme).

⁸⁷ Si la statistique F calculée dépasse la limite supérieure, alors, l'hypothèse nulle d'absence de cointégration est rejetée. Cependant, si la statistique F calculée est en dessous de la limite inférieure, alors, l'hypothèse nulle d'absence de cointégration est acceptée. En outre, aucune conclusion n'est établie si la statistique de test se situe entre les limites critiques inférieure et supérieure.

Les relations de long terme, qui sont estimées par l'approche ARDL, sont présentées dans le [tableau 10](#). Le développement économique stimule positivement le développement financier étant donné que l'accroissement du revenu favorise l'épargne et par conséquent l'acquisition d'actifs financiers. Autrement dit, l'expansion du secteur réel s'accompagne d'une demande grandissante en produits et services financiers, ce qui engendre des retombées bénéfiques sur le secteur bancaire et le marché boursier. Les résultats de nos estimations confirment l'impact positif de l'ouverture commerciale sur le développement financier ([équation 5 et 6](#)). Ce bilan est en accord avec les recherches d'[Almarzoqi et al \(2015\)](#) qui trouvent une relation positive entre l'ouverture commerciale et le développement de secteur bancaire pour un échantillon de 115 pays. De même, [Demetriades et Law \(2006\)](#) démontrent que l'ouverture commerciale favorise le développement du marché boursier, en particulier pour les pays à revenu intermédiaire. L'inflation interfère avec la capacité du secteur financier à allouer efficacement les ressources. En effet, elle est associée à une volatilité accrue du rendement d'actifs financiers. Nos résultats montrent un impact négatif mais non significatif de l'évolution des prix sur le développement financier. Cela est expliqué par le fait que la Tunisie a su garder des taux d'inflation modérés. Le développement financier est plus important lorsque le système financier est intégré dans un cadre institutionnel sain et solide ([Yartey, 2010](#)). Dans ce cadre, nos résultats montrent un impact négatif et statistiquement significatif de la corruption sur le développement financier. Autrement dit, le contrôle de la corruption est l'un des défis majeurs pour le développement financier en Tunisie. Les résultats montrent aussi que l'ouverture du compte capital devrait renforcer l'intégration des marchés de capitaux à l'échelle internationale, ce qui implique l'augmentation des pressions en faveur d'une amélioration de l'infrastructure institutionnelle des secteurs financiers nationaux ([Cherif, 2011](#)). Ainsi, l'hypothèse selon laquelle l'ouverture financière favorise le développement du système bancaire et boursier est vérifiée pour le cas de la Tunisie.

Les coefficients estimés des termes à correction d'erreur sont négatifs et significatifs au seuil de 1%. Il existe donc un mécanisme de convergence vers la cible de long terme. Ainsi, les déviations à court terme du développement financier se corrigent à 43% ([équation 7](#)) et 55% ([équation 8](#)). En outre, les résultats indiquent que les retombées bénéfiques de la libéralisation du compte capital sur le développement financier en Tunisie étaient moins importantes à court terme. Cela peut être expliqué par le fait que les flux de capitaux peuvent générer des tensions à court terme, surtout avec la libéralisation des flux boursiers et les crédits extérieurs qui sont souvent caractérisés par leur rôle déstabilisateur et leur aspect spéculatif. Par ailleurs,

contrairement à la relation de long terme, le développement économique stimule négativement le développement financier à court terme⁸⁸. Cela implique qu'il faut un certain temps pour que la croissance économique ait des répercussions positives sur le système financier.

Tableau III.10. ARDL, les relations de long terme et de court terme ECT (la variable dépendante : le développement financier)

Les relations de long terme qui dérivent des modèles ARDL		
	Equation (5)	Equation (6)
PIB	0.304391** (0.122591)	0.458395*** (0.110332)
TRADE	0.563883* (0.315209)	0.435326* (0.217766)
INF	-	-0.052680 (0.046685)
Corrup	-	-0.549034*** (0.173452)
Lib	0.109345* (0.060853)	0.074353* (0.041657)
Constante	-1.174814 (1.162679)	-1.027823 (0.788437)
La représentation ECT estimée par l'approche ARDL		
	Equation (7)	Equation (8)
ecm_{t-1}	-0.427644*** (0.115834)	-0.546323*** (0.109331)
ΔPIB	-1.118969** (0.480642)	-1.035627** (0.422857)
$\Delta TRADE$	0.241141** (0.113513)	0.237828** (0.103545)
ΔINF	-	-0.028780 (0.024697)
$\Delta Corrup$	-	-0.299950*** (0.099450)
ΔLib	0.046761* (0.026918)	0.040621* (0.023425)

Notes : Toutes les variables sont transformées en logarithme naturel sauf la variable INF. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types. ***, ** et * : significatif au seuil d'erreur de 1%, 5% et 10%, respectivement. Le critère d'information d'Akaike (AIC) et le critère Bayésien de Schwarz (SBC) sont choisis comme critères de sélection. Les résultats obtenus sont les mêmes quelque soit le critère utilisé. Pour le premier modèle : ARDL (1, 1, 0, 0). Pour le deuxième modèle : ARDL (1, 1, 0, 0, 0, 0).

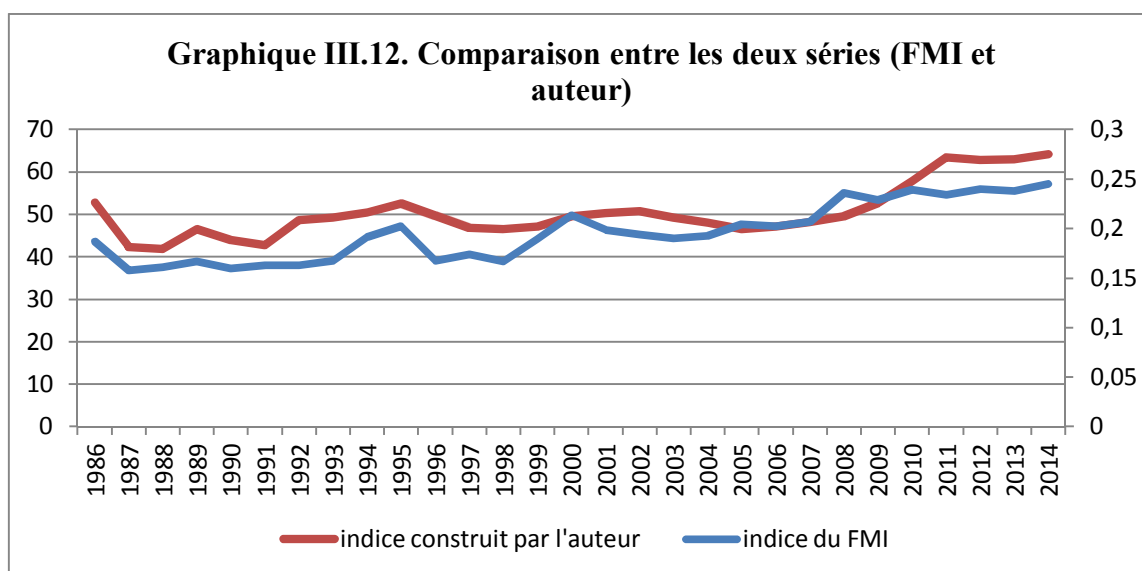
⁸⁸ Jouini (2015) a trouvé un impact, à court terme, négatif de la croissance économique sur le développement financier en Tunisie.

En ce qui concerne le sens de causalité entre l'ouverture et le développement financier en Tunisie, le [tableau 11](#) montre que la libéralisation du compte capital cause le développement financier au seuil de 10%, alors que le développement financier ne cause pas l'ouverture financière.

Tableau III.11. Le test de causalité de Granger entre la libéralisation du compte capital et le développement financier

Null Hypothesis:	F Value	P Value
DF does not Granger Cause LIB	0.35111	0.8936
LIB does not Granger Cause DF	2.48435	0.0977

III.3. Etude de robustesse



Source : FMI et calculs de l'auteur

Le Fonds Monétaire International a mis en œuvre un indicateur qui prend en compte le développement des institutions financières et du marché financier. Cet indicateur est mesuré à partir de la profondeur du système financier (taille et liquidité), l'accès (la capacité des entreprises et des individus à accéder aux services financiers), et l'efficacité (la capacité des institutions à fournir des services financiers à faible coût et avec des revenus durables). Cette mesure varie entre 0 et 1, la valeur 0 signifie un niveau très faible de développement financier alors que la valeur 1 signifie un niveau très élevé de développement. La comparaison entre notre indicateur composite, qui reflète le développement financier en Tunisie, et l'indice du

FMI montre une variation quasi identique des deux séries dans le temps (cf. [graphique 12](#)). De plus, il existe une forte corrélation entre les deux indicateurs (0,82).

Tableau III.12. ARDL, les relations de long terme et de court terme ECT (l'utilisation de l'indicateur KAOPEN comme mesure de la libéralisation du compte capital)

Les relations de long terme qui dérivent des modèles ARDL		
PIB	0.440998*** (0.141270)	0.524736*** (0.110680)
TRADE	0.447450 (0.308768)	0.387677* (0.198907)
INF	-	-0.037038 (0.041072)
Corrup	-	-0.552174*** (0.148980)
KAOPEN	0.171599** (0.075052)	0.103133** (0.042794)
Constante	-1.359893 (1.196625)	-1.118922 (0.699679)
La représentation ECT estimée par l'approche ARDL		
ecm_{t-1}	-0.395024*** (0.103149)	-0.557578*** (0.098278)
Δ PIB	-0.667496 (0.403691)	-0.654187* (0.345025)
Δ TRADE	0.176753 (0.109925)	0.065632 (0.120168)
Δ INF	-	-0.020651 (0.022591)
Δ Corrup	-	-0.307880*** (0.089654)
Δ KAOPEN	0.067786** (0.025726)	0.057505** (0.022087)

Notes : Toutes les variables sont transformées en logarithme naturel sauf la variable INF. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types. ***, ** et * : significatif au seuil d'erreur de 1%, 5% et 10%, respectivement. Pour le premier modèle : ARDL (1,1, 0, 0). Pour le deuxième modèle : ARDL (1, 1, 1, 0, 0, 0).

En outre, nous utilisons l'indicateur KAOPEN de [Chinn et Ito \(2008\)](#), qui est une mesure *de jure*⁸⁹, au lieu de notre indicateur de l'ouverture du compte capital (*de facto*). Ainsi nous allons remplacer la variable Lib par la variable KAOPEN dans [les équations \(1\) et \(2\)](#). En 1992, la Tunisie a assoupli les dispositions relatives au contrôle de changes sur les transactions courantes c'est-à-dire l'instauration de la convertibilité courante du dinar. Alternativement, les flux entrants des investissements de portefeuille ont été partiellement libéralisés en 1995. Ainsi l'indicateur KAOPEN a enregistré un score de -0.126 entre 1992 et

⁸⁹ L'indice KAOPEN varie entre -2 et +2.5, des valeurs plus élevées dénotent une plus grande ouverture.

1995, contre une valeur de -1.188 pour le reste de la période. Dans ce cadre, les résultats trouvés (cf. [tableau 12](#)) confirment que l'ouverture partielle du compte capital a stimulé positivement le développement financier en Tunisie.

Nous vérifions aussi les estimations de long terme du deuxième modèle, obtenues à partir de l'approche ARDL, en utilisant les moindres carrés ordinaires dynamiques (DOLS, Dynamic Ordinary Least Squares), et les moindres carrés ordinaires modifiés (FMOLS, Fully Modified Ordinary Least Squares). La première technique est une procédure paramétrique proposée par [Saikkonen \(1991\)](#) et [Stock et Watson \(1993\)](#) dans le cas des séries temporelles. Elle consiste à inclure des valeurs avancées et retardées des variables explicatives dans la relation de cointégration, afin d'éliminer les nuisances liées à l'endogénéité et à la corrélation sérielle des résidus. Les tests de stationnarité ont révélé que les séries étaient intégrées d'ordre I(0) et I(1). Par conséquent, ces dernières seront régressées sur d'autres séries I(0) et I(1) ayant des valeurs futures (p) et des valeurs passées (-p). La deuxième technique est une procédure semi-paramétrique, proposée initialement par [Phillips et Hansen \(1990\)](#) et développée par [Phillips \(1995\)](#). Elle consiste à appliquer les MCO sur un modèle transformé afin d'orthogonaliser le résidu de la relation de cointégration par rapport aux innovations des variables non stationnaires.

Tableau III.13. Résultats de l'estimation de la relation de long terme par les DOLS

Variable	Coefficient	Standard error	T-Statistic	Prob.
PIB	0.381732***	0.040916	9.329567	0.0000
TRADE	0.415418***	0.089681	4.632181	0.0007
CORRUP	-0.474111***	0.071759	-6.606989	0.0000
INF	-0.045990	0.027452	-1.675291	0.1220
LIB	0.041442*	0.020426	2.028834	0.0674
C	-0.350678	0.249400	-1.406088	0.1873
Diagnostics	Statistics [prob]			
R^2 ajusté	0.884			
J- B_{norm}	3.138 [0.190]			

Notes : Toutes les variables sont transformées en logarithme naturel sauf la variable INF. *: 10% ; **: 5% ; ***: 1%. Les tests de diagnostic des DOLS, à savoir le test d'autocorrélation des résidus et le test de Jarque Bera sont présentés dans l'annexe III.5.

Par ailleurs, [Montalvo \(1995\)](#) et [Kao et Chiang \(2000\)](#) trouvent que la première technique (DOLS) est préférable à la deuxième (FMOLS), surtout lorsque l'échantillon est de petite taille. Bien que les DOLS soient plus adaptés à notre étude économétrique, nous employons

aussi les FMOLS. Les [tableaux 13 et 14](#) montrent que les résultats de DOLS et FMOLS sont compatibles avec les résultats obtenus par l'approche ARDL. En effet, le développement économique, l'ouverture commerciale et l'ouverture financière stimule positivement le développement financier à long terme, alors que la corruption influence négativement le secteur financier tunisien.

Tableau III.14. Résultats de l'estimation de la relation de long terme par les FMOLS

Variable	Coefficient	Standard error	T-Statistic	Prob.
PIB	0.487089***	0.076099	6.400725	0.0000
TRADE	0.286294**	0.125635	2.278765	0.0327
CORRUP	-0.533877***	0.116280	-4.591292	0.0001
INF	-0.011402	0.031216	-0.365266	0.7184
LIB	0.048171*	0.026283	1.832793	0.0804
C	-0.677767	0.452818	-1.496775	0.1487
Diagnostics	Statistics [prob]			
R^2 ajusté	0.488			
$J-B_{norm}$	1.431 [0.190]			

Notes : Toutes les variables sont transformées en logarithme naturel sauf la variable INF. *: 10% ; **: 5% ; ***: 1%. Les tests de diagnostic des FMOLS, à savoir le test d'autocorrélation des résidus et le test de Jarque Bera sont présentés dans l'annexe III.5.

Conclusion

Nous avons essayé, dans ce présent chapitre, de trouver l'effet de la libéralisation du compte capital sur le développement financier en Tunisie. Pour ce faire, nous avons employé l'approche ARDL sur la période qui s'étale de 1986 jusqu'à 2014. Les résultats de la procédure « bounds test » confirment la présence d'une cointégration entre les différentes variables. À long terme, la lutte contre la corruption, le développement économique, l'ouverture commerciale, et l'ouverture du compte capital sont les déterminants clés du développement financier. L'inflation ne présente pas d'impact significatif sur le système financier tunisien. Ainsi, le premier constat suggère que la mauvaise gouvernance en Tunisie est souvent liée à la notion de « corruption ». Cette dernière ne permet pas de créer un environnement des affaires favorable aux investisseurs, aussi bien locaux qu'étrangers. Cela implique une baisse des investissements privés et par conséquent, une diminution de produits dérivés sur les marchés financiers. Le deuxième constat démontre un impact, à long terme, positif de la croissance économique sur le développement financier. En effet, un niveau du

produit par tête élevé permet de surmonter les coûts importants imposés à la société afin de soutenir davantage la recherche et le développement, et donc l'innovation et le progrès des marchés financiers (Greenwood et Jovanovic, 1989). Le troisième constat renforce l'évidence d'un lien positif entre l'ouverture commerciale et le développement financier. Dès lors, l'Etat tunisien doit s'ouvrir davantage sur l'extérieur, en encourageant les accords de commerce multilatéraux. De leur côté, les sociétés tunisiennes doivent surmonter les réglementations sur les normes techniques et sanitaires imposées par les pays industrialisés en améliorant la qualité des marchandises exportées. Le dernier constat montre l'impact favorable de la libéralisation financière externe sur le développement financier. Les retombées bénéfiques de la libéralisation du compte capital sont moins importantes à court terme. En effet, le marché boursier tunisien, qui se caractérise par un petit nombre de sociétés cotées, ne dispose pas de liquidités suffisantes pour absorber efficacement les capitaux entrants. Par ailleurs, nous avons vérifié la robustesse de nos résultats en comparant notre mesure de développement financier à celle du FMI. Alternativement, nous avons introduit la mesure *de jure* de Chinn et Ito (2008) afin de confirmer les résultats obtenus par la variable *de facto*, mesurant le degré de la libéralisation du compte capital. In fine, nous avons employé les moindres carrés ordinaires dynamiques (DOLS) et les moindres carrés ordinaires modifiés (FMOLS) pour vérifier les estimations de long terme de l'approche ARDL.

Conclusion générale

Dans le cadre de ce travail de recherche, nos objectifs étaient d'étudier, d'une part, l'impact de la libéralisation du compte capital sur la croissance économique dans la région MENA, et d'autre part, l'effet de cette libéralisation sur le développement financier en Tunisie. Pour répondre à ces objectifs, nous avons choisi de répartir notre thèse en trois chapitres. Le premier chapitre traite du débat théorique entre les partisans et les opposants de la libéralisation financière. Ainsi, le courant de pensée libéral a préconisé le renoncement à la répression financière. Au contraire, les Néo-structuralistes ont montré que la mise en place d'une politique libérale peut décourager l'investissement à travers le déplacement des actifs financiers du secteur informel vers le secteur formel. Alternativement, les Post-keynésiens ont indiqué que la déréglementation des taux d'intérêt est à l'origine de la baisse de la demande effective, ce qui provoque la réduction de l'investissement et le ralentissement de l'activité économique. Ce débat a fait ressortir l'importance du gradualisme « sequencing » dans le processus de libéralisation. Dans ce cadre, la libéralisation du compte capital constitue la phase ultime dans ce processus. Cette dernière phase est l'élément central de cette recherche doctorale. Pour cette raison, nous avons cherché à analyser, dans le deuxième chapitre, la relation entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique. Quels sont alors les principaux résultats ?

Les régimes de croissance, dans les pays de MENA, demeurent fortement dépendants de l'instabilité politique –comme la guerre du Golfe, le conflit israélo-palestinien et le « Printemps arabe »– mais aussi de la fluctuation des ressources exogènes, telles que les variations des prix des matières premières et des flux d'endettement extérieur. Ceci peut expliquer la précarité économique, qui a empêché le processus de rattrapage. En ce qui concerne le capital humain, les pays de MENA ont investi une partie importante de leurs PIB dans l'éducation. Bien que cela ait contribué à l'accroissement rapide du taux d'alphabétisation, le système éducatif reste déstructuré. En effet, les compétences, les connaissances et les formations ne sont pas en adéquation avec les besoins du marché du travail. Le développement ne peut se faire sans une éducation de qualité et sans l'esprit de créativité. C'est pour cette raison que la région MENA doit instaurer un système éducatif plus universel.

Sur le plan commercial, l'ouverture de la région a contribué au développement économique. En effet, la signature des accords de libre échange, à titre d'exemple le partenariat euro-

méditerranéen, a permis la réduction des barrières commerciales et la réforme du marché des changes. De plus, l'augmentation des transactions intra-groupe a favorisé la hausse des revenus. Cependant, les pays de MENA doivent œuvrer davantage à diversifier les partenaires commerciaux. Par ailleurs, le taux d'investissement représenté par la variable FBCF (formation brute de capital fixe en pourcentage du PIB) dans notre étude empirique, stimule positivement la croissance économique.

Contrairement à l'ouverture commerciale et à l'investissement intérieur, les dépenses publiques affectent négativement la croissance économique. Les pays de la région doivent par conséquent diminuer les subventions générales et l'embauche massive dans le secteur public. En effet, la part importante de la rémunération des employés dans les dépenses va se traduire par une réduction des ressources budgétaires. Ces dernières sont nécessaires pour le financement des dépenses prioritaires porteuses de croissance. En ce qui concerne les investissements directs étrangers, ces flux favorisent la croissance économique des pays en développement, en l'occurrence les pays de la région MENA, à travers plusieurs canaux tel que le développement du commerce extérieur, le transfert de technologies, la qualification de la main-d'œuvre, l'augmentation de la concurrence et le renforcement du secteur privé.

Les mesures *de facto* de Lane et Milesi-Ferretti (2007), qui reflètent le niveau de l'intégration financière internationale, favorisent la croissance économique. En effet, les flux de capitaux stimulent la diversification du risque, la réduction du coût du capital, l'amélioration de l'environnement macroéconomique, l'accroissement de l'efficacité bancaire et l'augmentation des investissements. Parallèlement, l'accès aux marchés mondiaux des capitaux permet aux agents économiques de lisser leur courbe de consommation, en empruntant pendant « les mauvaises périodes » et en prêtant pendant « les bonnes périodes ».

Cependant, le fait d'affirmer que la libéralisation des flux de capitaux peut toujours engendrer une croissance économique nous semble assez restrictif. En effet, les facteurs institutionnels jouent un rôle essentiel dans la réussite de la libéralisation financière externe. Dans ce cadre, nous avons introduit dans notre étude empirique des termes d'interaction, entre les variables institutionnelles et la mesure de l'ouverture du compte capital *de jure*, afin de constater leur impact sur la croissance économique. Les résultats montrent que les indicateurs de la représentation démocratique et de la corruption soulignent un effet d'interaction négatif, relatif à l'ouverture du compte capital, sur la croissance. Toutefois, le terme d'interaction,

entre la qualité de la bureaucratie et la libéralisation du compte capital, stimule positivement la croissance économique.

Dans l'ensemble, les défis politiques en faveur d'une intégration financière internationale plus profonde et plus efficace dans la région MENA sont importants et à multiples facettes. En effet, ces pays doivent consolider le cadre institutionnel, à travers la lutte contre la corruption afin d'attirer les investissements et les capitaux étrangers. Alternativement, les responsables politiques de ces pays doivent améliorer les conditions économiques, sécuritaires et sociales nécessaires pour aboutir à une démocratie capable de stimuler la croissance économique et d'encourager les entrées et les sorties des capitaux. La question qui se pose alors est la suivante: les pays de la région MENA sont-ils prêts à mettre en place un régime démocratique ? Par ailleurs, l'amélioration de la performance bureaucratique réduit les incertitudes et les coûts de la conduite des affaires, ce qui permet de faciliter l'accès aux marchés domestiques. Ainsi, les pays de MENA ont intérêt à ce que la bureaucratie soit efficace afin de diminuer les asymétries de l'information et l'imprévisibilité dans l'application des législations et des jurisprudences. Cela va faciliter la circulation des capitaux et, par conséquent, permettre de mieux tirer profit de l'intégration financière essentielle pour la croissance.

A la lumière des enseignements du troisième chapitre, nous avons trouvé que la croissance économique favorise le développement financier à long terme. C'est le cas notamment pour la Tunisie où l'accroissement du revenu encourage l'épargne, l'investissement dans des nouvelles technologies financières et par conséquent le développement du secteur financier. En outre, le développement financier ne peut se réaliser qu'en renforçant les institutions. Dans ce contexte, nos résultats affirment que la corruption affecte négativement le développement du marché bancaire et boursier. Par ailleurs, l'ouverture commerciale stimule le développement financier à travers l'amélioration des produits, des instruments et des services financiers. Par ailleurs, il apparaît principalement que l'ouverture du compte capital agit favorablement sur le développement financier, l'effet étant plus prononcé dans le long terme. Cela suggère que les flux de capitaux –en particulier les investissements de portefeuille– sont volatiles, ce qui provoque généralement une instabilité à court terme. De plus, le marché boursier tunisien, qui se caractérise en général par un petit nombre de sociétés cotées, ne dispose pas de liquidités suffisantes pour absorber tous les capitaux entrants.

En ce qui concerne les prolongements de notre thèse, plusieurs voies de recherche peuvent être envisagées. Une première voie consiste à vérifier le lien entre la libéralisation du compte capital et l'inégalité de revenu. En effet, ce lien peut être conditionné par des niveaux de seuil liés au développement financier et à la qualité institutionnelle. Par exemple, [Bumann et Lensink \(2016\)](#) trouvent que la libéralisation du compte capital ne peut réduire l'inégalité des revenus que si le niveau de profondeur financière dépasse les 25%. Une deuxième voie réside dans l'étude du lien entre l'ouverture du compte capital et la complexité de l'économie. Dans ce contexte, [Hidalgo et Hausmann \(2009\)](#) montrent que les différences entre pays en termes de productivité, de création de richesse et donc en termes de PIB par habitant pouvaient être expliquées par les écarts en matière de complexité économique. Ainsi, ils proposent une mesure appelée « Indice de Complexité Economique ». Ce dernier synthétise la connaissance dans le pays, à travers les produits fabriqués. Enfin, une troisième voie de recherche serait de considérer la libéralisation du compte capital comme un événement dont la date serait identifiée et de s'orienter vers une analyse d'impact avec les méthodes de différences en différences ou d'appariement des scores de propension.

Annexes

Annexe II.1. Tableau Récapitulatif des études empiriques

Etudes	Mesures de la libéralisation	Variable dépendante et la méthode d'estimation	Pays	Principaux résultats
Quinn (1997)	Indicateur de Quinn	La croissance du revenu par habitant 1960 – 1989 en utilisant une coupe transversale	63 pays 20 pays développés et 43 en en développement	L'indicateur de Quinn augmente considérablement la croissance économique.
Klein & Olivei (1999)	Share	La croissance du revenu par habitant 1976 – 1995 en utilisant une coupe transversale	117 pays (1976-95) et 137 pays (1986-1995)	L'indice Share affecte positivement le développement financier et la croissance économique pour les pays de l'OCDE
Bailliu (2000)	Net capital flows/GDP	La croissance du revenu par habitant 1975-1995 en utilisant une méthodologie de données de panel dynamique	40 pays en développement	Le rapport n'influence positivement la croissance que si l'intermédiation financière est effectuée par les banques commerciales.
Edwards (2001)	Indicateur de Quinn	La croissance du revenu par habitant 1980 – 1989 en utilisant une coupe transversale	61 pays 40 pays émergents et 21 pays avancés	L'ouverture du compte capital détériore la croissance des pays à faible niveau de revenu.
Arteta, Eichengreen et Wyplosz (2001)	Indicateur de Quinn	La croissance du revenu par habitant 1973-1981, 1982-1987 et 1988-1992	61 pays	Relation positive seulement si le pays est caractérisé par une stabilité macroéconomique (réduire voire éliminer la prime du marché noir).
Bekaert, Harvey et Lundblad (2005)	Dates de libéralisation du marché boursier	La croissance du revenu par habitant pour diverses périodes entre 1981 et 1997, entraînant un chevauchement des données	95 pays	La libéralisation du marché boursier conduit à une extension d'environ 1% de la croissance annuelle du PIB réel par habitant
Carmignani (2008)	L'indice Chinn et Ito	La croissance du revenu par habitant 1970-2000 en utilisant la Méthode des Moments Généralisée	79 pays	La libéralisation du compte de capital a un fort impact sur la croissance, passant par l'association « développement financier –ouverture commerciale ».
Grilli et Milesi-Ferretti (1995)	Les restrictions sur les transactions en capital et pratiques multiples de change	La croissance moyenne du revenu réel par habitant de 1966 à 1989	61 pays	Les estimations empiriques n'affichent aucun rapport de l'impact de la libéralisation du compte capital sur la croissance économique
Rodrik 1998	Share	La croissance du revenu par habitant 1975-1989 en utilisant une coupe transversale	100 pays	Aucun effet significatif de l'indice Share sur la croissance économique.
Kraay 1998	Quinn, Share, Volume de capitaux	La croissance du revenu par habitant 1985-1997 en utilisant une coupe transversale ; 117 (Share); 94 (Volume); et 64 (Quinn).	64, 94, et 117 pays	Aucun effet de Share ou de Quinn sur la croissance. Coefficient de volume significatif et positif.

Annexe II.2. Sources de données

indicateurs	Description	source
Y	Taux de croissance de PIB réel par habitant	Banque Mondiale (WDI)
$y_{i,t-1}$	logarithme du PIB réel par habitant (constant 2005 US\$).	Banque Mondiale (WDI)
EDUC	Le taux de scolarisation de l'enseignement primaire	Banque Mondiale (WDI)
INV	Le taux d'investissement par rapport au PIB	Banque Mondiale (WDI)
TRADE	L'ouverture commerciale	Banque Mondiale (WDI)
GOVC	La consommation réelle des administrations publiques par rapport au PIB.	Banque Mondiale (WDI)
INF	Le taux d'inflation	Banque Mondiale (WDI)
POP	Le taux de croissance de la population	Banque Mondiale (WDI)
IFIGDP	Le volume de l'intégration financière internationale	Lane et Milesi-Ferretti
Assets	Le stock brut d'avoirs extérieurs rapportés au PIB	Lane et Milesi-Ferretti
Liabilities	Le stock brut d'engagements extérieurs rapportés au PIB	Lane et Milesi-Ferretti
FDI	Les flux entrants de l'investissement direct étranger par rapport au PIB	Les Statistiques de CNUCED
KAOPEN	L'indicateur de l'ouverture du compte capital de Chinn et Ito (2002)	disponible sur le site internet http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm
Democ	La représentation démocratique	Base de données de l'International Country Risk Guide (ICRG)
Corrupt	Le contrôle de la corruption	Base de données de l'International Country Risk Guide (ICRG)
Bureau	La qualité de la bureaucratie	Base de données de l'International Country Risk Guide (ICRG)

Annexe II.3. Statistiques descriptives des variables

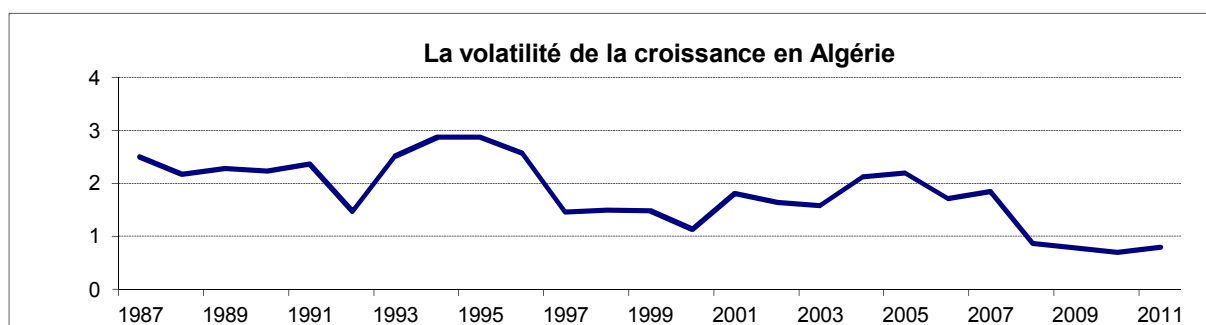
Variables	Observations	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
Variable dépendante :					
Y	297	0.017025	0.0395611	-0.180474	0.119549
Variables d'intérêts :					
IFIGDP	297	2.984326	5.845969	0.2379	34.1516
Assets	297	1.389669	3.096169	0.0532	17.7692
Liabilities	297	1.594653	2.814645	0.0672	16.3823
FDI(%)	297	2.329158	3.522313	-4.62	29.02
KAOPEN	297	0.151042	1.599617	-1.875024	2.421764
Variables de contrôle :					
$y_{i,t-1}$	297	8.105103	1.056263	6.007338	9.829944
EDUC (%)	297	95.22851	17.17472	38.6142	117.4077
INV (%)	297	24.42056	6.983599	4	47
TRADE (%)	297	59.82357	32.15201	6.7	176.7
GOVC (%)	297	17.13569	5.804594	4.8	35.2
INF (%)	297	13.35572	22.53483	-3.2	132.8
POP(%)	297	2.350505	1.42746	-0.3	11.2
Variables Institutionnelles					
Democ	297	2.724478	1.370724	0	6
Corrupt	297	2.551212	0.7648339	0.67	4
Bureau	297	1.967138	0.5600406	0	3

Notes : La variable dépendante est le taux de croissance du PIB réel par habitant. La période d'étude s'étale sur 27 ans, de 1986 jusqu'à 2012. $y_{i,t-1}$ = Le logarithme du PIB réel par habitant à l'instant t-1, **TRADE** = L'ouverture commerciale, **INF** = Le taux d'inflation calculé par l'indice des prix à la consommation (IPC), **EDUC**= Taux bruts de scolarisation en Primaire, **INV** = Le taux d'investissement par rapport au PIB, **GOVC** = La consommation réelle des administrations publiques par rapport au PIB, **POP** = Le taux de croissance de la population, **IFIGDP** = Le volume de l'intégration financière internationale, **Assets** = Le stock brut d'avoirs extérieurs rapportés au PIB, **Liabilities** = Le stock brut d'engagements extérieurs rapportés au PIB, **FDI** = les flux entrants de l'investissement direct étranger par rapport au PIB, **KAOPEN** = L'indicateur de l'ouverture du compte capital de Chinn et Ito, **Democ** = La représentation démocratique, **Corrupt** = La corruption, et enfin **Bureau**= La qualité de la bureaucratie.

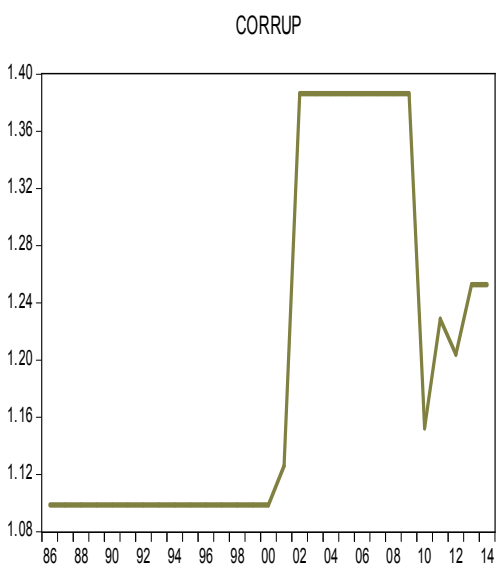
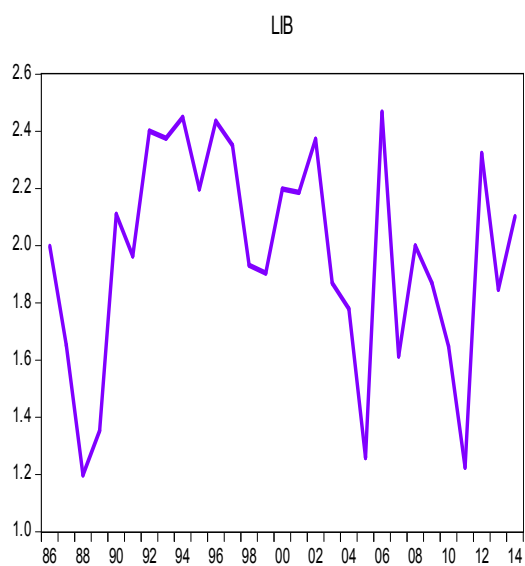
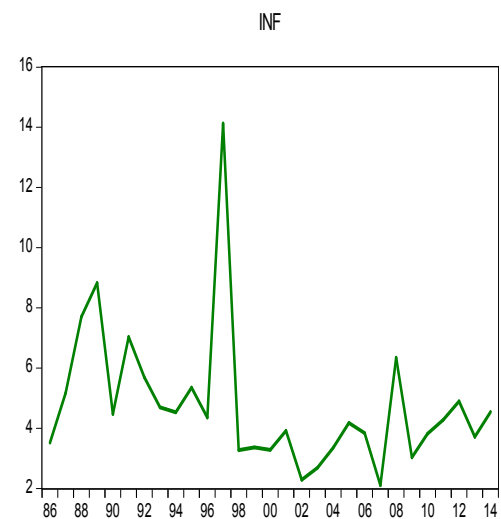
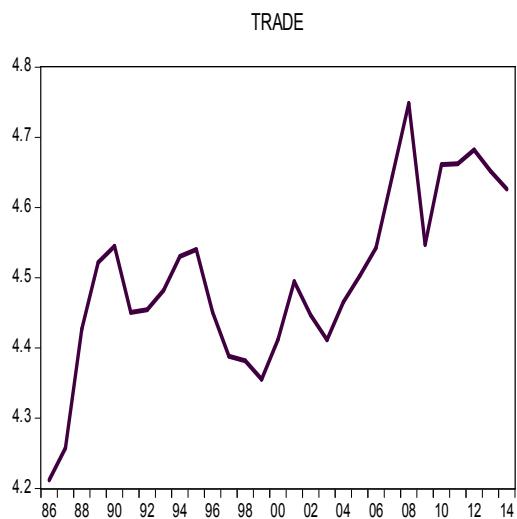
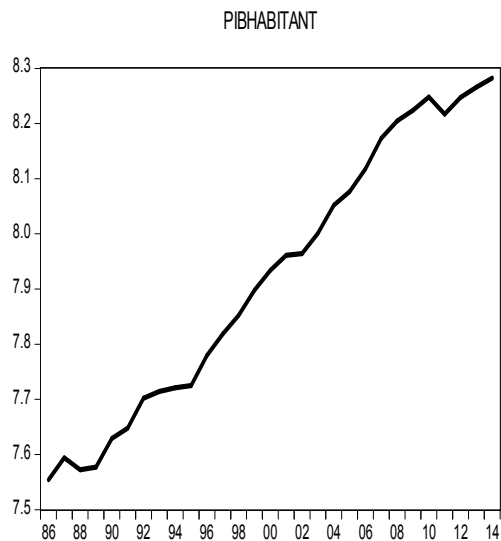
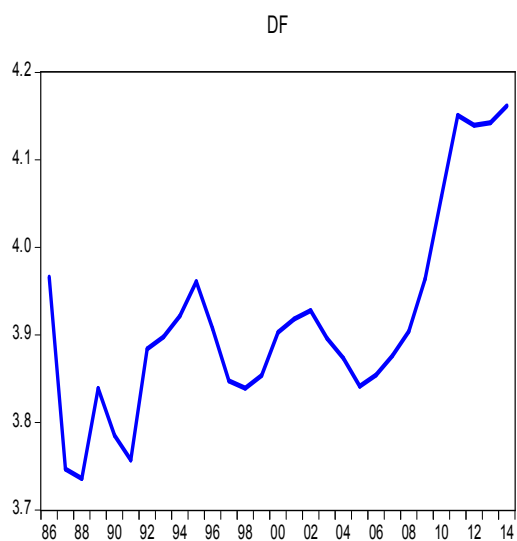
Annexe II.4. La construction de l'indice de l'instabilité économique

La variable de l'instabilité économique est calculée de la manière suivante : les écarts-types mobiles du taux de croissance du PIB réel par habitant centrés sur cinq années (Moradbeigi et Law, 2016 ; Fang et al, 2015), excepté au début et à la fin de la période où l'écart-type est calculé sur 4 périodes et non centré. Exemple pour le cas de l'Algérie (Le même calcul est effectué pour les autres pays de l'échantillon):

années	Croissance du PIB par habitant (% annuel)	Volatilité de la croissance
1986	-2,517517775	
1987	-3,509143504	2,50131056
1988	-3,711752354	2,16971766
1989	1,646415312	2,28724504
1990	-1,746785531	2,24064523
1991	-3,588531856	2,37210623
1992	-0,547389546	1,47309041
1993	-4,232193259	2,51158527
1994	-2,912566121	2,86990523
1995	1,853423793	2,87050188
1996	2,305087245	2,56843991
1997	-0,508245296	1,46897628
1998	3,544786287	1,49730802
1999	1,758011109	1,48167815
2000	2,427875701	1,14131153
2001	1,676475844	1,81570245
2002	4,279453027	1,65048345
2003	5,850520833	1,58869492
2004	2,943232296	2,13053412
2005	4,452752236	2,20491561
2006	0,210971674	1,71738589
2007	1,799196896	1,84504554
2008	0,713952801	0,87528387
2009	-0,101599762	0,79370832
2010	1,763682018	0,69977952
2011	0,930355173	0,7964139
2012	1,321109306	



Annexe III.1. Représentation graphique des séries (en In sauf le taux d'inflation) utilisées dans l'étude économétrique



Annexe III.2. Bounds test

Premier modèle

ARDL Bounds Test

Sample: 1987 2014

Included observations: 28

Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	4.551337	3

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.72	3.77
5%	3.23	4.35
2.5%	3.69	4.89
1%	4.29	5.61

Deuxième modèle

ARDL Bounds Test

Sample: 1987 2014

Included observations: 28

Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	4.391207	5

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.26	3.35
5%	2.62	3.79
2.5%	2.96	4.18
1%	3.41	4.68

Annexe III.3. Estimation du modèle ARDL

Premier modèle

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(PIB)	-1.118969	0.480642	-2.328074	0.0295
D(TRADE)	0.241141	0.113513	2.124343	0.0451
D(LIB)	0.046761	0.026918	1.737178	0.0963
CointEq(-1)	-0.427644	0.115834	-3.691882	0.0013
Cointeq = DF - (0.3044*PIB + 0.5639*TRADE + 0.1093*LIB -1.1748)				

Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIB	0.304391	0.122591	2.482987	0.0211
TRADE	0.563883	0.315209	1.788919	0.0874
LIB	0.109345	0.060853	1.796870	0.0861
C	-1.174814	1.162679	-1.010437	0.3233

Deuxième modèle

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(PIB)	-1.035627	0.422857	-2.449122	0.0237
D(TRADE)	0.237828	0.103545	2.296851	0.0326
D(INF)	-0.028780	0.024697	-1.165339	0.2576
D(CORRUP)	-0.299950	0.099450	-3.016077	0.0068
D(LIB)	0.040621	0.023425	1.734066	0.0983
CointEq(-1)	-0.546323	0.109331	-4.996963	0.0001
Cointeq = DF - (0.4584*PIB + 0.4353*TRADE -0.0527*INF -0.5490 *CORRUP + 0.0744*LIB -1.0278)				

Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIB	0.458395	0.110332	4.154704	0.0005
TRADE	0.435326	0.217766	1.999058	0.0594
INF	-0.052680	0.046685	-1.128415	0.2725
CORRUP	-0.549034	0.173452	-3.165344	0.0049
LIB	0.074353	0.041657	1.784882	0.0895
C	-1.027823	0.788437	-1.303621	0.2072

Annexe III.4. Tests de diagnostic de l'ARDL

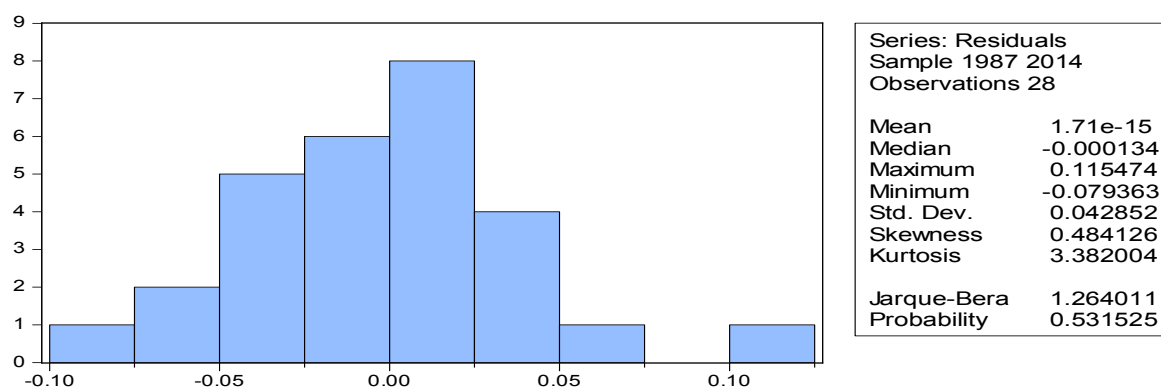
Validation du premier modèle

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.046226	Prob. F(1,21)	0.8318
Obs*R-squared	0.061499	Prob. Chi-Square(1)	0.8041

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.152146	Prob. F(1,25)	0.6998
Obs*R-squared	0.163324	Prob. Chi-Square(1)	0.6861



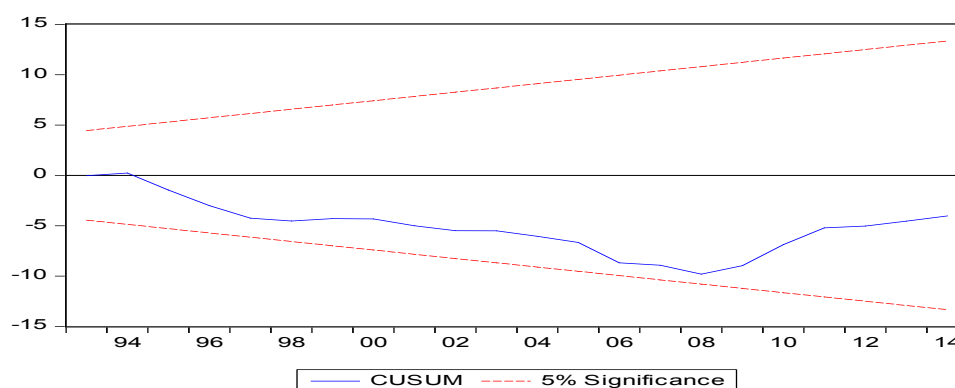
Ramsey RESET Test

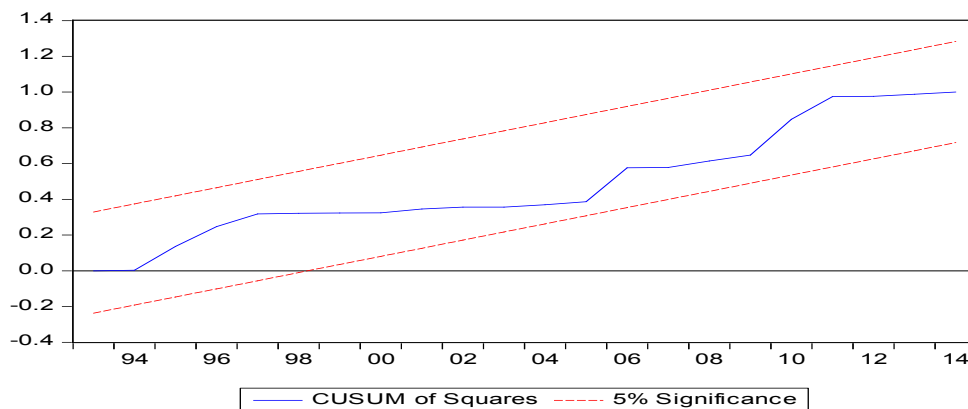
Equation: UNTITLED

Specification: LDF LDF (-1) LPIB LPIB(-1) LTRADE LIB C

Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	2.002646	21	0.0583
F-statistic	4.010589	(1, 21)	0.0583





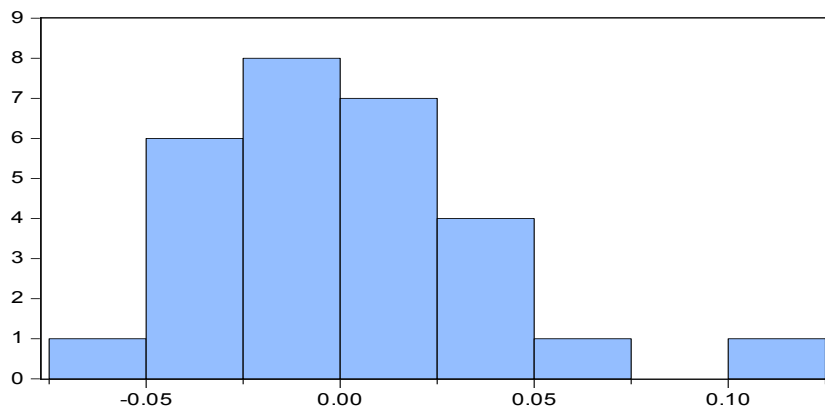
Validation du deuxième modèle

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.684866	Prob. F(1,19)	0.4182
Obs*R-squared	0.974161	Prob. Chi-Square(1)	0.3236

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.043918	Prob. F(1,25)	0.8357
Obs*R-squared	0.047348	Prob. Chi-Square(1)	0.8277



Series: Residuals	
Sample 1987 2014	
Observations 28	
Mean	1.84e-15
Median	-0.001337
Maximum	0.102264
Minimum	-0.063016
Std. Dev.	0.036583
Skewness	0.658029
Kurtosis	3.705606
Jarque-Bera	2.601535
Probability	0.272323

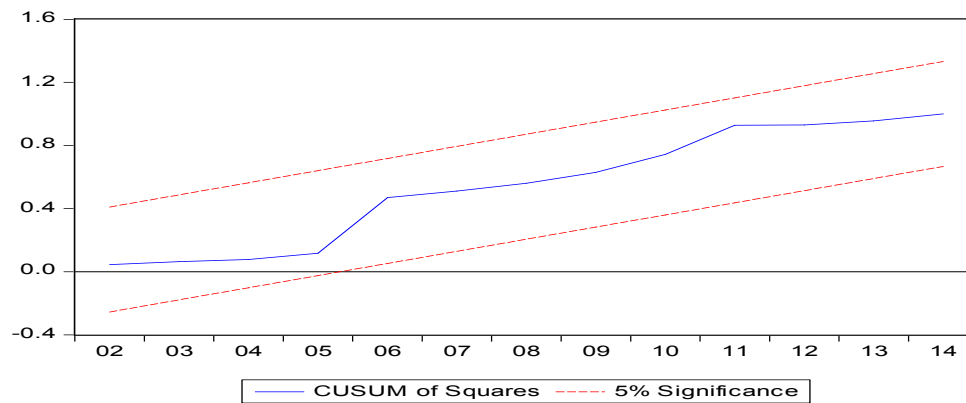
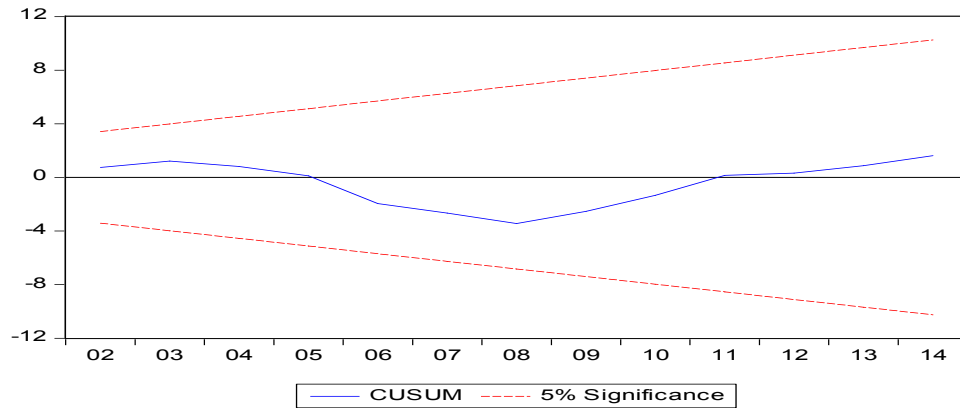
Ramsey RESET Test

Equation: UNTITLED

Specification: FD FD(-1) LPIB LPIB(-1) LTRADE LINF CORRUP LIB C

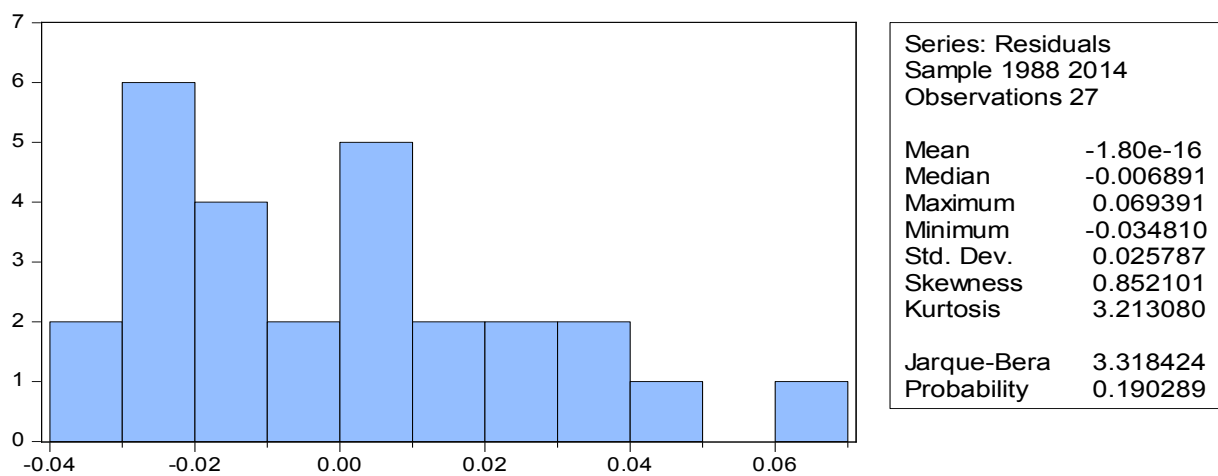
Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	1.971677	19	0.0634
F-statistic	3.887512	(1, 19)	0.0634



Annexe III.5. Tests de diagnostic des DOLS et des FMOLS

DOLS

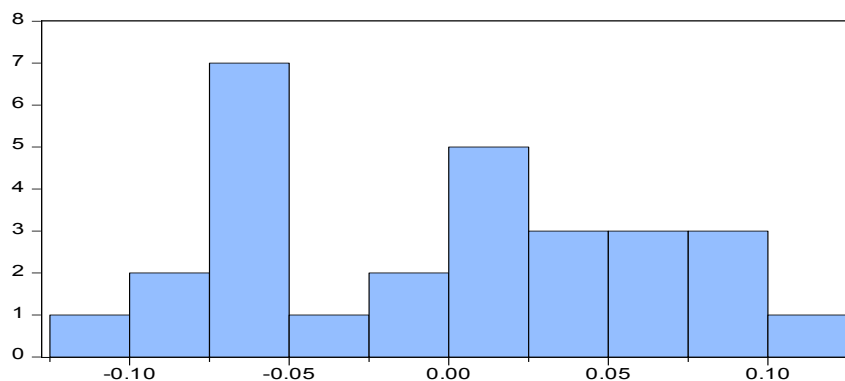


Autocorrélation des résidus

	AC	PAC	Q-Stat	Prob*
1	-0.075	-0.075	0.1674	0.682
2	0.036	0.030	0.2075	0.901
3	-0.205	-0.201	1.5752	0.665
4	-0.048	-0.081	1.6531	0.799
5	0.039	0.042	1.7073	0.888
6	-0.035	-0.072	1.7542	0.941
7	-0.063	-0.105	1.9078	0.965
8	-0.107	-0.112	2.3782	0.967
9	0.070	0.041	2.5920	0.978
10	-0.054	-0.092	2.7276	0.987
11	0.122	0.057	3.4557	0.983
12	-0.014	0.015	3.4665	0.991

Les résultats de ce test suggèrent fortement qu'il n'y a aucune preuve d'autocorrélation dans les résidus du modèle.

FMOLS



Series: Residuals	
Sample 1987 2014	
Observations 28	
Mean	-0.000597
Median	0.008143
Maximum	0.104992
Minimum	-0.109141
Std. Dev.	0.059974
Skewness	0.013156
Kurtosis	1.892590
Jarque-Bera	1.431558
Probability	0.488811

Autocorrélation des résidus

	AC	PAC	Q-Stat	Prob*
1	0.029	0.029	0.0270	0.870
2	-0.167	-0.168	0.9306	0.628
3	0.115	0.129	1.3722	0.712
4	0.131	0.096	1.9734	0.741
5	0.223	0.268	3.7952	0.579
6	0.016	0.028	3.8052	0.703
7	-0.075	-0.023	4.0308	0.776
8	0.134	0.073	4.7797	0.781
9	0.044	-0.043	4.8644	0.846
10	-0.184	-0.225	6.4442	0.777
11	-0.054	-0.096	6.5859	0.832
12	-0.017	-0.104	6.6015	0.883

Les résultats de ce test suggèrent fortement qu'il n'y a aucune preuve d'autocorrélation dans les résidus du modèle.

Références bibliographiques

Abiad, A., & Mody, A. (2005). Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It?. *American Economic Review*, 95(1), 66-88.

Acemoglu, D., Johnson, S., & Robinson, J. A. (2005). Institutions as a fundamental cause of long-run growth. *Handbook of economic growth*, 1, 385-472.

Agosin, M. R., & Machado, R. (2005). Foreign investment in developing countries: does it crowd in domestic investment?. *Oxford Development Studies*, 33(2), 149-162.

Almarzoqi, R., Naceur, M. S. B., & Kotak, A. (2015). What matters for financial development and stability? (No. 15-173). *International Monetary Fund*.

Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of financial Economics*, 17(2), 223-249.

Andersen, T. B., & Tarp, F. (2003). Financial liberalization, financial development and economic growth in LDCs. *Journal of international development*, 15(2), 189.

Andrianova, S., Demetriades, P., & Shortland, A. (2008). Government ownership of banks, institutions, and financial development. *Journal of Development Economics*, 85(1), 218-252.

Ang, J. B., & McKibbin, W. J. (2007). Financial liberalization, financial sector development and growth: evidence from Malaysia. *Journal of development economics*, 84(1), 215-233.

Arellano, M., et Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.

Arrieta, G. M. G. (1988). Interest rates, savings, and growth in LDCs: An assessment of recent empirical research. *World Development*, 16(5), 589-605.

Arteta, C., Eichengreen, B., & Wyplosz, C. (2001). When does capital account liberalization help more than it hurts? (No. w8414). *National bureau of economic research*.

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. *Femise Research Program*, Research n°FEM33-03.

Bailliu, J. N. (2000). Private capital flows, financial development, and economic growth in developing countries. *Ottawa: Bank of Canada*.

Baltagi, B. H., Demetriades, P. O., & Law, S. H. (2009). Financial development and openness: Evidence from panel data. *Journal of development economics*, 89(2), 285-296.

Barro, R. J., & Sala-i-Martin, X. (1995). *Economic Growth* New York. *Mcgraw-Hill*.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2009). Financial institutions and markets across countries and over time-data and analysis.

Beck, T., & Levine, R. (2004). Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking & Finance*, 28(3), 423-442.

Beckerman, P. (1988). The consequences of _upward financial repression. *International review of applied economics*, 2(2), 233-249.

Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2006). Growth volatility and financial liberalization. *Journal of international money and finance*, 25(3), 370-403.

Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2005). Does financial liberalization spur growth?. *Journal of financial Economics*, 77(1), 3-55.

Bénassy-Quéré, A., Lahrière-Révil, A., & Lemoine, F. (2004). Changement et continuité: le régime de change de la Chine. *Politique étrangère*, 69(2), 285-297.

Blundell, R., et Bond, S. (1998).—Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.

Bouveret, A., Mestiri, S., & Sterdyniak, H. (2006). La valeur du yuan. Les paradoxes du taux de change d'équilibre. *Revue de l'OFCE*, (98), 77-127.

Bumann, S., & Lensink, R. (2016). Capital account liberalization and income inequality. *Journal of International Money and Finance*, 61, 143-162.

Caprio, G., & Honohan, P. (1999). Restoring banking stability: Beyond supervised capital requirements. *The Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 43-64.

Carmignani F. (2008), Does Capital Account Liberalisation Promote Economic Growth? Evidence from System Estimation, *Economics Bulletin*, Vol. 6, No. 49, pp. 1-13.

Chanda, A. (2005). The influence of capital controls on long run growth: Where and how much?. *Journal of Development Economics*, 77(2), 441-466.

Cherif, M. (2011). Does capital account liberalization spur economic and financial performance? New investigation for Mena countries. Femise Research Programme n°FEM33-06.

Chinn, M.D. and Ito, H. (2008). A new measure of financial openness. *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10(3), 309–322.

Chinn, M. D., & Ito, H. (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of development economics*, 81(1), 163-192.

Chinn, M. D., & Ito, H. (2002). Capital account liberalization, institutions and financial development: cross country evidence (No. w8967). National Bureau of Economic Research.

Cho, Y. J. (1986). Inefficiencies from financial liberalization in the absence of well-functioning equity markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 18 (2), 191-199.

Chouchane-Verdier, A. (2004). Une analyse empirique de l'impact de la libéralisation financière en Afrique subsaharienne sur la période 1983-1996. *Revue Tiers Monde*, 179(3), 617-641.

Čihák, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2012). Benchmarking financial systems around the world.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The journal of finance*, 57(6), 2741-2771.

Combes, J. L., Guillaumont, P., Jeanneney, S. G., & Combes, P. M. (2000). Ouverture sur l'extérieur et instabilité des taux de croissance. *Revue française d'économie*, 15(1), 3-33.

Creane, S., Goya, I. R., Mobarak, M., & Sab, R. (2003). Financial development and economic growth in the Middle East and North Africa *Finance and Development*. 4 No.1. A quarterly magazine of the IMF.

De Gregorio Rebeco, J. (1999). Financial integration, financial development and economic growth. *Estudios de Economía*, 26(2), 137-161.

Delgado, M. S., McCloud, N., & Kumbhakar, S. C. (2014). A generalized empirical model of corruption, foreign direct investment, and growth. *Journal of Macroeconomics*, 42, 298-316.

Demetriades, P. O., & Law, S. H. (2006). Openness, institutions and financial development. *we Working Papers 12*, Birkbeck, University of London.

Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2008). Finance, Financial Sector Policies, and Long-run Growth (Vol. 4469). World Bank Publications.

De Schweinitz, K. (1959). Industrialization, labor controls, and democracy. *Economic Development and Cultural Change*, 7(4), 385-404.

Diaz-Alejandro, C. (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of development Economics*, 19(1-2), 1-24.

Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American statistical association*, 74(366a), 427-431.

Dollar, D and A Kraay (2001). Property rights, political rights, and the development of poor countries in the post-colonial period. *Journal of Economic History*, 61(2), 519–519.

Dunning, J. H. (1981). *Economic Analysis and Multinational Enterprises*. George Allen & Unwin, Londres.

Edison, H. J., & Warnock, F. E. (2003). A simple measure of the intensity of capital controls. *Journal of Empirical Finance*, 10(1), 81-103.

- Edison, H. J., Levine, R., Ricci, L., & Sløk, T. (2002).** International financial integration and economic growth. *Journal of international money and finance*, 21(6), 749-776.
- Edwards, S. (2001).** Capital mobility and economic performance: Are emerging economies different? (No. w8076). National Bureau of Economic Research.
- Edwards, S. (1998).** Openness, productivity and growth: what do we really know?. *The economic journal*, 108(447), 383-398.
- Edwards, S. (1984).** The order of liberalization of the current and capital accounts of the balance of payments.
- Eichengreen B., Mussa M., Dell'Ariccia G., Detragiache E., Milesi-Ferretti G., Tweedie A. (1999).** La libéralisation des mouvements de capitaux Aspects analytiques FMI dossiers économiques NO. 17.
- Engle, R. F., & Granger, C. W. (1987).** Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 251-276.
- Ennajar, R., & Laurent, P. (2005).** Sorties de capitaux: le vrai péché originel des pays émergents. *Economie internationale*, (3), 121-153.
- Fanelli, J. M., & Frenkel, R. (1994).** Gradualisme, traitement de choc et périodisation. *Revue Tiers Monde*, 35 (139), 581-611.
- Fang, W., Miller, S. M., & Yeh, C. C. (2015).** The effect of growth volatility on income inequality. *Economic Modelling*, 45, 212-222.
- Feldstein, M. (2000).** Aspects of Global Economic Intergration: Outlook for the Future (No. w7899). National Bureau of Economic Research.
- Ffrench-Davis, R. (2012).** L'économie chilienne depuis la crise globale. *Cahiers des Amériques latines*, 2011(68), 51-68.
- Figuet, J. M., & Lahet, D. (2007).** Les Accords de Bâle II: quelles conséquences pour le financement bancaire extérieur des pays émergents?. *Revue d'économie du développement*, 15(1), 45-66.
- Fischer, B., & Reisen, H. (1992).** Towards capital account convertibility. Policy Brief, n° 4, OECD Development Centre.
- Fisher S., Cooper N., Dornbusch R., Peter M., Massad C., Polak J., Rodrik D., Tarapore S. (1998)** “ SHOULD THE IMF PURSUE CPITAL-ACCOUNT CONVERTIBILITY? ” Essays in International Finance N°: 207, pp: 18-19.
- Fry, M. J. (1980).** Saving, investment, growth and the cost of financial repression. *World Development*, 8(4), 317-327.

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

Gamra, S. B., & Plihon, D. (2008). Politiques de libéralisation financière et crises bancaires. *Economie internationale*, (12), 5-28.

Gay, P. (1997). Les marchés d’actions chinois. *Revue d’Économie Financière*, 44(6), 207-223.

Gibson, H. D., & Tsakalotos, E. (1994). The scope and limits of financial liberalisation in developing countries: A critical survey. *The Journal of Development Studies*, 30(3), 578-628.

Gormley, T. A. (2014). Costly information, entry, and credit access. *Journal of Economic Theory*, 154, 633-667.

Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1989). Financial development, growth, and the distribution of income. *Journal of Political Economy*, 98 (5), 1076-1107.

Grilli, V., & Milesi-Ferretti, G. M. (1995). Economic effects and structural determinants of capital controls. *Staff Papers*, 42(3), 517-551.

Gritli Mohamed Ilyes & Charfi, F. M. (2016). Capital Account, Institutional Quality, And Economic Growth In Mena Countries: A Gmm Approach. *Annals of Financial Economics*, 11(04), 1650016.

Guillaumin. Miller, M. H. (1998). Financial markets and economic growth. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(3), 8-15.

Gurtner, B. (2007). Un monde à l’envers: le Sud finance le Nord. *Annuaire suisse de politique de développement*, 26(2), 57-80.

Hanushek, E. A., & Kimko, D. D. (2000). Schooling, labor-force quality, and the growth of nations. *American economic review*, 1184-1208.

Hausmann, R., & Fernandez-Arias, E. (2000). Foreign direct investment: good cholesterol?. *Inter-American Development Bank, Working Paper* 417.

HENRY, P. B. (2007). Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation. *Journal of Economic Literature*, 45, 887-935.

Hidalgo, C. A., & Hausmann, R. (2009). The building blocks of economic complexity. *proceedings of the national academy of sciences*, 106(26), 10570-10575.

Honig, A. (2008). Addressing causality in the effect of capital account liberalization on growth. *Journal of Macroeconomics*, 30(4), 1602-1616.

Islam, N. (1995). Growth empirics: a panel data approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 1127-1170.

- Jahan, S., & Wang, D. (2016).** Capital Account Openness in Low-income Developing Countries; Evidence from a New Database (No. 16/252). International Monetary Fund.
- Jalil, A., Feridun, M., & Ma, Y. (2010).** Finance-growth nexus in China revisited: New evidence from principal components and ARDL bounds tests. *International Review of Economics & Finance*, 19(2), 189-195.
- Jarque, C. M., & Bera, A. K. (1980).** Efficient tests for normality, homoscedasticity and serial independence of regression residuals. *Economics letters*, 6(3), 255-259.
- Johnston, R. B., Darbar, S. M., & Echeverria, C. (1997).** Sequencing capital account liberalization: lessons from Chile, Indonesia, Korea, and Thailand. IMF Working Paper 97/157 (Washington: International Monetary Fund).
- Johansen, S., & Juselius, K. (1990).** Maximum likelihood estimation and inference on cointegration—with applications to the demand for money. *Oxford Bulletin of Economics and statistics*, 52(2), 169-210.
- Johansen, S. (1988).** Statistical analysis of cointegration vectors. *Journal of economic dynamics and control*, 12(2), 231-254.
- Jouini, J. (2015).** Economic growth and remittances in Tunisia: Bi-directional causal links. *Journal of Policy Modeling*, 37(2), 355-373.
- Kaminsky, G. L., & Schmukler, S. L. (2008).** Short-run pain, long-run gain: Financial liberalization and stock market cycles. *Review of Finance*, 12(2), 253-292.
- Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (1999).** The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems. *American economic review*, 473-500.
- Kao, C., & Chiang, M. H. (2000).** On the estimation and inference of a cointegrated regression in panel data. *Advances in Econometrics*, 2000, vol. 20, p. 179-222.
- Kapur, B. K. (1976).** Alternative stabilization policies for less-developed economies. *The Journal of Political Economy*, 84 (4), 777-795.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2009).** Governance matters VIII: aggregate and individual governance indicators, 1996-2008.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Zoido, P. (1999).** Governance matters.
- Klein, M. W., & Olivei, G. P. (2008).** Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, 27(6), 861-875.
- Klein, M. W. (2005).** Capital account liberalization, institutional quality and economic growth: Theory and evidence (No. w11112). National Bureau of Economic Research.
- Knack, S., & Keefer, P. (1995).** Institutions and economic performance: Cross-country tests using alternative institutional indicators. *Economics and politics*, 7 (3), 207-228.

Kraay, A. (1998). In search of the macroeconomic effects of capital account liberalization. (Washington: The World Bank).

Kunieda, T., Okada, K., & Shibata, A. (2014). Corruption, capital account liberalization, and economic growth: Theory and evidence. *International Economics*, 139, 80-108.

Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2007). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004. *Journal of international Economics*, 73(2), 223-250.

Lemoine, F. (2000). FDI and the opening up of China's economy (No. 11, p. 15). Paris: CEPII.

Levin, A., & Raut, L. K. (1997). Complementarities between exports and human capital in economic growth: Evidence from the semi-industrialized countries. *Economic development and cultural change*, 46(1), 155-174.

Levine, R. (2005). Finance and growth: theory and evidence. *Handbook of economic growth*, 1, 865-934.

Levine, R. (2001). International financial liberalization and economic growth. *Review of international Economics*, 9(4), 688-702.

Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of monetary Economics*, 46(1), 31-77.

Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American economic review*, 537-558.

Levine, R., & Zervos, S. (1996). Capital control liberalization and stock market development. World Bank policy research working paper, (1622).

Li, X., & Liu, X. (2005). Foreign direct investment and economic growth: an increasingly endogenous relationship. *World development*, 33(3), 393-407.

Lucas, R. E. (1988). On the mechanics of economic development. *Journal of monetary economics*, 22(1), 3-42.

MacKinnon, J. G. (1996). Numerical distribution functions for unit root and cointegration tests. *Journal of applied econometrics*, 601-618.

Mankiw, N. G., Romer, D., & Weil, D. N. (1990). A contribution to the empirics of economic growth (No. w3541). National Bureau of Economic Research.

Markusen, J. R., & Maskus, K. E. (2002). Discriminating among alternative theories of the multinational enterprise. *Review of international economics*, 10(4), 694-707.

Mathieson, D. J. (1979). Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy. *Staff Papers-International Monetary Fund*, 26 (3), 450-489.

- Mauro, P. (1995).** Corruption and growth. *The quarterly journal of economics*, 681-712.
- McKinnon, R. I., & Pill, H. (1997).** Credible economic liberalizations and overborrowing. *The American Economic Review*, 87(2), 189-193
- McKinnon, R. I. (1993).** The order of economic liberalization: Financial control in the transition to a market economy. JHU Press.
- McKinnon R. I. (1988).** Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDC's. *The State of Development Economics: Progress and Perspectives*, Basil Blackwell Inc., pp. 386-410.
- McKinnon, R. I. (1973).** Money and capital in economic development. Brookings Institution Press.
- Merton, R. C., & Bodie, Z. (1995).** A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment. DB Crane e, KA Froot, SP Mason, AF Perold, RC Merton. Cambridge, MA: Harvard Business School Press.
- Miller, T., Kim, A. B., & Holmes, K. (2015).** 2015 Index of economic Freedom. Washington DC: The Heritage Foundation.
- Miotti, L., & Plihon, D. (2001).** Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires. *Économie internationale*, (1), 3-36.
- Montalvo, J. G. (1995).** Comparing cointegrating regression estimators: Some additional Monte Carlo results. *Economics letters*, 48(3), 229-234.
- Montiel, P. J. (1994).** Capital mobility in developing countries: some measurement issues and empirical estimates. *The World Bank Economic Review*, 8(3), 311-350.
- Moradbeigi, M., & Law, S. H. (2016).** Growth volatility and resource curse: Does financial development dampen the oil shocks?. *Resources Policy*, 48, 97-103.
- Mucchielli, J. L. (1984).** Investissements internationaux et dynamique des avantages comparatifs des nouveaux pays industrialisés. *Revue économique*, 537-570.
- Mundell, R. A. (1960).** The monetary dynamics of international adjustment under fixed and flexible exchange rates. *The Quarterly Journal of Economics*, 74(2), 227-257.
- Naceur, S. B., Ghazouani, S., & Omran, M. (2008).** Does stock market liberalization spur financial and economic development in the MENA region?. *Journal of Comparative Economics*, 36(4), 673-693.
- Narayan, P. K. (2005).** The saving and investment nexus for China: evidence from cointegration tests. *Applied economics*, 37(17), 1979-1990.

- Nicoletti, G., Golub, S. S., Hajkova, D., Mirza, D., & Yoo, K. Y. (2003).** L'influence des politiques sur les échanges et l'investissement direct étranger. *Revue économique de l'OCDE*, (36), 7-93.
- Noland, M. (2007).** South Korea's experience with international capital flows. In *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences* (pp. 481-528). University of Chicago Press.
- North, D. C. (1994).** Economic performance through time. *The American economic review*, 84(3), 359-368.
- Patabendige, S., & Senarath, C. (2015).** Financial Liberalization: A Fourth Generation Thought. *Global Journal of Business Research*, 9(3), 73-82.
- Paul, B., & Dutt, A. K. (1991).** Interest rate policy, effective demand, and growth in LDCs. *International Review of Applied Economics*, 5(2), 127-153.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001).** Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of applied econometrics*, 16(3), 289-326.
- Pesaran, M. H., & Shin, Y. (1998).** An autoregressive distributed-lag modelling approach to cointegration analysis. *Econometric Society Monographs*, 31, 371-413.
- Phillips, P. C. (1995).** Fully modified least squares and vector autoregression. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1023-1078.
- Phillips, P. C., & Hansen, B. E. (1990).** Statistical inference in instrumental variables regression with I (1) processes. *The Review of Economic Studies*, 57(1), 99-125.
- Phillips, P. C., & Perron, P. (1988).** Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, 75(2), 335-346.
- Prasad, E., & Wei, S. J. (2005).** The Chinese approach to capital inflows: patterns and possible explanations. *International Monetary Fund Working Paper No. 79*.
- Prasad, E. S., Rogoff, K., Wei, S. J., & Kose, M. A. (2003).** Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence (Vol. 17). Washington, DC: International Monetary Fund.
- Pritchett, L. (2001).** Where has all the education gone?. *The World Bank Economic Review*, 15(3), 367-391.
- Quinn, D. P., Inclan, C., & Toyoda, A. M. (2001).** How and where capital account liberalization leads to economic growth. Georgetown University.
- Quinn, D. (1997).** The correlates of change in international financial regulation. *American Political Science Review*, 91(03), 531-551.

- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2003).** The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. *Journal of financial economics*, 69(1), 5-50.
- Ramsey, J. B. (1969).** Tests for specification errors in classical linear least-squares regression analysis. *Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological)*, 350-371.
- Rodrik, D. (1998).** Who needs capital-account convertibility?. *Essays in international finance*, 55-65.
- Roland, G. (2004).** Fast-Moving and Slow-Moving Institutions. *Institutional Change and Economic Behaviour*, 38(4), 134.
- Roodman, D (2006).** How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1), 86–136.
- Roubini, N., & Sala-i-Martin, X. (1992).** Financial repression and economic growth. *Journal of development economics*, 39(1), 5-30.
- Sachs, J. D., Warner, A., Åslund, A., & Fischer, S. (1995).** Economic reform and the process of global integration. *Brookings papers on economic activity*, 1-118.
- Saci, K., Giorgioni, G., & Holden, K. (2009).** Does financial development affect growth?. *Applied Economics*, 41(13), 1701-1707.
- Saidi, H and C Aloui (2010).** Capital account liberalization and economic growth: GMM system analysis. *International Journal of Economics and Finance*, 2(5), 122–131.
- Saikkonen, P. (1991).** Asymptotically efficient estimation of cointegration regressions. *Econometric theory*, 7(1), 1-21.
- Salins, V. (2007).** Impact de l'ouverture financière sur les inégalités internes dans les pays émergents. *Economie internationale*, (2), 137-169.
- Schindler, M. (2009).** Measuring financial integration: a new data set. *IMF Staff Papers*, 56(1), 222-238.
- Schumpeter, J. (1911).** *The Theory of Economic Development*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Shaw E.S. (1973).** *Financial Deepening in Economic Development*. New-York, Oxford University Press.
- Smith, A. (1859).** *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*. **Levine, R. (2005).** Finance and growth: theory and evidence. *Handbook of economic growth*, 1, 865-934.
- Sohinger, J., & Horvatin, D. (2006).** *International Capital Flows and Financial Markets in Transition Economies: The Case of Croatia*. Institute of European Studies.
- Stiglitz, J. E. (2000).** Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World development*, 28(6), 1075-1086.

- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981).** Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (1993).** A simple estimator of cointegrating vectors in higher order integrated systems. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 783-820.
- Strassel, C. (2012).** La mondialisation économique remet-elle en cause la souveraineté des États? *Hérodote*, (3), 119-138.
- Suchanek, L., & Vasishta, G. (2009).** The Evolution of Capital Flows to Emerging-Market Economies. *Bank of Canada Review*, 2009(Winter), 19-31.
- Taylor, L. (1983).** Structuralist macroeconomics: Applicable models for the third world (pp. 25-27). New York: Basic Books.
- Tornell, A., Westermann, F., & Martinez, L. (2004).** The positive link between financial liberalization, growth and crises (No. w10293). National Bureau of Economic Research.
- Uddin, G. S., Sjö, B., & Shahbaz, M. (2013).** The causal nexus between financial development and economic growth in Kenya. *Economic Modelling*, 35, 701-707.
- Van Wijnbergen, S. (1983).** Credit policy, inflation and growth in a financially repressed economy. *Journal of Development Economics*, 13(1), 45-65.
- Velasco, A. (1988).** Liberalization, crisis, intervention: the Chilean financial system, 1975-1985. Working paper 1988/66, IMF.
- Vogel, R., & Buser, S. A. (1976).** Inflation, financial repression, and capital formation in Latin America. *Money and finance in economic growth and development*, 35-70.
- Wang, Y., & Du, C. F. (1997).** La mobilisation des capitaux internationaux pour le financement des infrastructures dans les pays émergents asiatiques. L'exemple de la Chine. *Revue économique*, 321-344.
- Weeks, M., & Yudong Yao, J. (2003).** Provincial conditional income convergence in China, 1953–1997: a panel data approach. *Econometric Reviews*, 22(1), 59-77.
- Williamson, O. E. (2000).** The new institutional economics: taking stock, looking ahead. *Journal of economic literature*, 38(3), 595-613.
- Woo, W. T., & Jacquet, R. (2003).** La réforme inachevée de l'économie chinoise. *Perspectives chinoises*, 79(1), 4-17.
- Yang, B. (2011).** Political democratization, economic liberalization, and growth volatility. *Journal of Comparative Economics*, 39(2), 245-259.
- Yartey, C. A. (2010).** The institutional and macroeconomic determinants of stock market development in emerging economies. *Applied Financial Economics*, 20(21), 1615-1625.

Zakaria, F. (2007). The Future of Freedom: Illiberal Democracy at Home and Abroad (Revised Edition). WW Norton & company.

Zellner, A and H Theil (1962). Three-stage least squares: Simultaneous estimation of simultaneous equations. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 30(1), 54–78.

Zeng, D. Z. (Editor). (2010). Building engines for growth and competitiveness in China: Experience with special economic zones and industrial clusters. World Bank Publications.

Zivot, E., & Andrews, D. W. (1992). Further evidence on the great crash, the oil-price shock, and the unit-root hypothesis. *Journal of Business & Economic Statistics*, 10 (3), 251–270.

Liste des tableaux

Chapitre 1

Tableau I.1 Les étapes de libéralisation économique et financière

Tableau I.2. Les différents critères de la libéralisation du secteur financier domestique

Tableau I.3. Les différentes éventualités de la libéralisation du compte capital

Tableau I.4. Flux d'IDE, par région, 2012-2014 (En milliards de dollars et en pourcentage)

Tableau I.5. Les différentes éventualités de la libéralisation du marché boursier

Tableau I.6. Les actions émises par les firmes chinoises

Tableau I.7. Capitalisation totale du marché sur les Bourses de Shanghai et Shenzhen, 1994-2000, Milliards de RMB

Chapitre 2

Tableau II.1. Les composantes de la qualité des institutions politiques pour un échantillon de pays de la zone MENA (moyenne annuelle 1996-2015)

Tableau II.2. Système de notation de l'ICRG pour le risque politique

Tableau II.3. La libéralisation du compte capital par région (moyenne de 1996 à 2013)

Tableau II.4. Le financement extérieur de cinq pays asiatiques entre 1996 et 1997 (les valeurs sont en milliards de dollars)

Tableau II.6. La relation entre croissance économique et libéralisation du compte capital (variable dépendante: croissance du PIB réel par habitant (en ln), 1986 à 2012)

Tableau II.7. La relation entre croissance économique et libéralisation du compte capital, tout en tenant compte de la qualité institutionnelle (variable dépendante: croissance du revenu réel par habitant (en ln), 1986 à 2012)

Tableau II.8. La relation entre libéralisation financière et instabilité économique (variable dépendante: écarts-types mobiles du taux de croissance du PB réel par habitant)

Tableau II.9. Compte capital, qualité institutionnelle et croissance économique: introduction de nouvelles variables de contrôle

Tableau II.10. Compte capital, qualité institutionnelle et croissance économique : l'extraction des principaux pays producteurs de pétrole.

Tableau II.11. Compte capital, qualité institutionnelle et croissance économique: modèle à équations simultanées

Chapitre 3

Tableau III.1. Evolution de la structure du secteur bancaire tunisien

Tableau III.2. L'évolution de la concentration du secteur bancaire (en pourcentage)

Tableau III.3. L'évolution des prêts non performants en % du total des prêts

Tableau III.4. Les restrictions sur le compte capital en Tunisie

Tableau III.5. La construction de la variable du développement financier DF par la méthode de l'analyse en composantes principales

Tableau III.6. Résultats des tests ADF et PP

Tableau III.7. Test ZA

Tableau III.8. Tests de diagnostic

Tableau III.9. Test de cointégration « bounds test »

Tableau III.10. ARDL, les relations de long terme et de court terme ECT (la variable dépendante : le développement financier)

Tableau III.11. Le test de causalité de Granger entre la libéralisation du compte capital et le développement financier

Tableau III.12. ARDL, les relations de long terme et de court terme ECT (l'utilisation de l'indicateur KAOPEN comme mesure de la libéralisation du compte capital)

Tableau III.13. Résultats de l'estimation de la relation de long terme par les DOLS

Tableau III.14. Résultats de l'estimation de la relation de long terme par les FMOLS

Liste des graphiques

Chapitre 1

Graphique I.1. L'effet de l'augmentation du taux d'intérêt réel sur l'épargne, l'investissement et la croissance

Graphique I.2. Flux nets de capitaux privés vers les pays en développement (Milliards de dollars)

Graphique I.3. Flux entrants des IDE par catégorie de pays (en pourcentage)

Graphique I.4. Les déterminants de l'attraction des IDE

Graphique I.5. La relation entre la décomposition sectorielle des IDE et croissance économique

Graphique I.6. Flux nets d'investissements de portefeuille vers les pays en développement (Milliards de dollars)

Graphique I.7. Flux net des crédits bancaires internationaux vers les pays en développement (Milliards de dollars)

Graphique I.8. Indicateurs Macroéconomiques du Chili (en pourcentage)

Graphique I.9. Flux Net de Capitaux vers le Chili (en Millions de dollars)

Graphique I.10. Croissance du PIB (% annuel)

Graphique I.11. Epargne domestique brute (% du PIB)

Graphique I.12. Flux nets des IDE et des investissements de portefeuille entrants en chine (en % du PIB)

Graphique I.13. Le taux de change effectif réel de la Chine et le taux de change bilatéral yuan - dollar

Graphique I.14. La rémunération horaire moyenne des employés du secteur manufacturier en Chine, US Dollars, 2002-2009

Chapitre 2

Graphique II.1. Taux de croissance du PIB dans la région MENA (variations annuelles en %)

Graphique II.2. Bénéfices tirés du pétrole et la balance extérieure de biens et services dans la région MENA (% du PIB)

Graphique II.3. Taux de chômage (en % de la population) par grandes zones en développement

Graphique II.4. Taux de croissance de la population (en % annuel) par grandes zones en développement

Graphique II.5. Inflation et réserves de change dans la région de MENA

Graphique II.6. Evolution de l'inflation par sous-région, prix à la consommation (variations annuelles en %)

Graphique II.7. Dette extérieure dans la région MENA

Graphique II.8. La dette publique dans la région MENA (% du PIB)

Graphique II.9. Les soldes budgétaires dans les pays de MENA (% du PIB)

Graphique II.10. L'équilibre Epargne-Investissement dans la région MENA

Graphique II.11. Indice de liberté économique par région

Graphique II.12. Les composantes de la qualité des institutions économiques (en moyenne annuelle entre 1995 et 2015)

Graphique II.13. Indicateurs de la gouvernance dans la région MENA (évolution du rang en percentile*)

Graphique II.14. Le risque politique dans la région MENA (2016)

Graphique II.15. L'ouverture du compte capital dans la région MENA

Graphique II.16. Les restrictions sur les flux de capitaux dans la région MENA

Graphique II.17. L'indice de la libéralisation du compte capital de Chinn et Ito (KAOPEN)*

Graphique II.18. Canaux par lesquels la libéralisation du compte capital agit sur la croissance

Chapitre 3

Graphique III.1. Masse monétaire (% du PIB)

Graphique III.2. La quasi-monnaie par rapport à M2 (en pourcentage)

Graphique III.3. Crédits intérieurs fournis par le secteur bancaire (en% du PIB)

Graphique III.4. Crédits distribués au secteur privé (en % du PIB)

Graphique III.5. Répartition sectorielle des créances non performantes en 2011: cas de la Tunisie

Graphique III.6. Capitalisation boursière en pourcentage du PIB

Graphique III.7. Répartition sectorielle de la capitalisation boursière 2012: cas de la Tunisie

Graphique III.8. Actions transigées, valeur totale (% du PIB)

Graphique III.9. Actions transigées, ratio de roulement (%)

Graphique III.10. Les indices du développement financier (DF)

Graphique III.11. L'ouverture du compte capital en Tunisie

Graphique III.12. Comparaison entre les deux séries (FMI et auteur)

Liste des encadrés

Chapitre 2

Encadré II.1. Les actifs du compte capital

Encadré II.2. Les indices de l'ouverture du compte capital

Chapitre 3

Encadré III.1. Libéralisation des conditions de banques

Encadré III.2. Les réformes du marché boursier

Encadré III.3. Les accords de Bâle

Tables des matières

Introduction générale	6
Chapitre 1: La libéralisation du compte capital : concepts et expériences.....	12
Introduction	13
I. L'approche théorique de McKinnon et Shaw (1973), ses prolongements et ses limites	14
I.1. L'approche théorique de McKinnon et Shaw (1973).....	15
I.2. Les prolongements de l'approche McKinnon et Shaw	17
I.3. Les critiques de la théorie de la libéralisation financière	19
I.3.1. La politique du taux d'intérêt.....	20
I.3.2. Le secteur financier informel	20
I.3.3. Les imperfections des marchés de crédits.....	21
I.3.4. Les critiques d'inspiration Keynésienne.....	22
II. Les conditions préalables à la réussite de la libéralisation financière.....	22
II.1. Les conditions primitives	22
II.1.1. La stabilité macroéconomique	22
II.1.2. La réglementation prudentielle et la supervision bancaire	23
II.2. L'ordre d'adoption des réformes financières.....	23
III. La libéralisation du compte capital	26
III.1. Les investissements directs étrangers (IDE) : L'état des lieux.....	28
III.1.1. Définition	29
III.1.2. Les formes d'IDE	30
III.1.3. Évolution temporelle et spatiale des IDE	31
III.1.4. Les déterminants de l'IDE.....	34
III.1.5. L'IDE et la croissance dans les pays en développement	35
III.2. Les investissements de portefeuille (IP)	38
III.2.1. Définition	38
III.2.2. Les enjeux des IP	39
III.2.3. Évolution des IP.....	39
III.2.4. Le développement des marchés boursiers	40
III.3. Les crédits bancaires internationaux.....	42
IV. Les leçons tirées de la libéralisation du compte capital.....	43
IV.1. L'expérience du Chili	43
IV.2. L'expérience de la Corée du Sud	46
IV.3. L'expérience de la Chine	48
Conclusion.....	56
Chapitre 2:Compte capital, qualité institutionnelle et croissance économique dans les pays de la région MENA: analyse par la méthode des moments généralisés	59
Introduction	60
I. Faits stylisés	61
I.1. Croissance économique : des perspectives encore mitigées	61
I.1.1. Evolution du taux de chômage.....	63
I.1.2. L'inflation dans la région MENA	65
I.1.3. L'endettement des pays MENA	66
I.1.4. Evolutions des soldes budgétaires	68

I.1.5. L'équilibre épargne-investissement.....	69
I.2. La qualité institutionnelle : des progrès à faire.....	70
I.2.1. Les institutions économiques.....	71
I.2.2. Les institutions politiques.....	74
I.3. La libéralisation du compte capital : Positionnement de la région MENA.....	78
II. Revue de la littérature.....	84
II.1. La libéralisation du compte capital et croissance économique : une revue de la littérature théorique.....	84
II.1.1. Justification de la libéralisation des mouvements de capitaux.....	85
II.1.1.1. Réduire le déséquilibre entre Epargne-Investissement.....	85
II.1.1.2. Diversification du risque.....	85
II.1.1.3. Développement du secteur financier.....	86
II.1.2. Impact négatif de la libéralisation du compte capital sur la croissance économique.....	87
II.1.2.1. Asymétrie de l'information.....	87
II.1.2.2. Volatilité de taux de change.....	88
II.1.2.3. Comportement spéculatif.....	89
II.2. La libéralisation du compte capital et croissance économique : une revue de la littérature empirique.....	91
II.2.1. Les travaux empiriques montrant l'existence d'une relation positive entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique.....	91
II.2.2. Les travaux empiriques rejetant l'existence d'une relation positive entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique.....	98
II.3. La libéralisation du compte capital, qualité institutionnelle et croissance économique.....	100
III. Libéralisation du compte capital et croissance économique dans la région MENA : investigation empirique.....	100
III.1. Méthodologie.....	101
III.1.1. Présentation des données.....	101
III.1.1.1. Les variables de contrôle.....	101
III.1.1.2. Les indicateurs de la libéralisation du compte capital.....	101
III.1.1.3. Les mesures du développement institutionnel.....	103
III.1.2. Méthode d'estimation.....	103
III.1.2.1. Estimateur d'Arellano et Bond (1991).....	105
III.1.2.2. Estimateur de Blundell et Bond (1998).....	106
III.1.2.3. Les tests économétriques.....	106
III.1.3. Les modèles à estimer.....	107
III.2. Les résultats empiriques.....	109
III.2.1. L'impact de la libéralisation financière externe sur la croissance économique.....	109
III.2.2. Ouverture du compte capital et croissance économique : le rôle des institutions.....	113
III.3. Étude de robustesse.....	116
III.3.1. La relation entre ouverture financière <i>de facto</i> et l'instabilité de la croissance.....	116
III.3.2. La relation entre ouverture financière <i>de jure</i> et croissance économique.....	118
Conclusion.....	123
Chapitre 3: Compte capital et développement financier en Tunisie: analyse par l'approche autorégressive à retards échelonnés (ARDL).....	125
Introduction.....	126
I. Le développement du secteur financier et l'Intégration financière en Tunisie.....	127
I.1. Evolution du système financier tunisien.....	128

I.2. Le développement bancaire	131
I.2.1. Le rapport de la masse monétaire en pourcentage du PIB	131
I.2.2. Le rapport de la quasi-monnaie en pourcentage de la masse monétaire (QM/M2)	132
I.2.3. Le ratio du crédit intérieur fourni par le secteur bancaire rapporté au PIB	133
I.2.4. Le ratio des crédits distribués au secteur privé rapportés au PIB	134
I.2.5. La concentration bancaire	135
I.2.6. Les prêts non performants	135
I.3. Le développement du marché boursier	139
I.3.1. La capitalisation boursière	140
I.3.2. Le volume des transactions	141
I.3.3. La liquidité du marché boursier	142
I.4. L'ouverture du compte capital en Tunisie	143
II. La relation entre la libéralisation du compte capital et le développement financier : revue de la littérature.....	145
III. Libéralisation du compte capital et développement financier en Tunisie : étude économétrique.....	149
III.1. Données et la méthodologie empirique.....	149
III.1.1. Données.....	149
III.1.2. Méthodologie empirique	151
III.1.2.1. Modèles à estimer	153
III.1.2.2. Les tests de stationnarité.....	154
III.2. Résultats empiriques et interprétations	156
III.2.1. Les tests de racine unitaire	156
III.2.2. Tests de diagnostic et de cointégration	158
III.2.3. Les relations de long et de court terme	160
III.3. Etude de robustesse	163
Conclusion.....	166
Conclusion générale.....	168
Annexes	172
Références bibliographiques	184
Liste des tableaux	197
Liste des graphiques	199
Liste des encadrés	201

Libéralisation du compte capital, développement financier et croissance économique

Résumé: Malgré la diversité des études théoriques et empiriques, la problématique de la relation compte capital – croissance économique reste une question controversée. L'objet de ce travail de recherche consiste donc à expliciter la nature d'une telle relation dans les économies de la région MENA, tout en tenant compte de la qualité institutionnelle. Dans ce contexte, les différentes estimations ont été effectuées par la méthode des moments généralisés (GMM), sur la période allant de 1986 à 2012, pour 11 pays. Les résultats montrent que la corruption et la responsabilité démocratique influencent négativement la croissance économique si la politique de la libéralisation du compte capital est adoptée. Cependant, le terme d'interaction entre la qualité bureaucratique et l'ouverture financière stimulent positivement la croissance économique. Ces résultats suggèrent alors que les avantages de la libéralisation du compte capital sont conditionnés par les facteurs institutionnels. De ce fait, notre thèse contribue aux débats politiques récents sur les mérites et les démérites de la libéralisation du compte capital. En ce qui concerne le lien entre la libéralisation du compte capital et le développement financier en Tunisie, les différentes estimations ont été effectuées par l'approche autorégressive à retards échelonnés (ARDL), sur la période allant de 1986 à 2014. Les résultats obtenus montrent que l'effet positif de l'ouverture sur le développement financier est bien plus important à long terme qu'à court terme. Par ailleurs, les résultats confirment l'impact négatif de la corruption sur le système financier tunisien.

Mots clés: compte capital, développement financier, croissance économique, qualité institutionnelle, région MENA, Tunisie, GMM, ARDL.

Capital account liberalization, financial development and economic growth

Abstract: Despite the diversity of theoretical and empirical studies, the question of capital account–economic growth relationship remains a controversial issue. This research aims to complete the existing evidence focusing on MENA countries, while taking into account the institutional quality. In this context, various estimates were made by generalized method of moments (GMM) over the period of 1986–2012 for 11 countries. The results show that corruption and democratic accountability have a significant and negative impact on economic growth if capital account liberalization is enacted. However, the interaction term of bureaucracy quality and financial openness has a significant and positive impact on economic growth. These findings therefore show that the benefits of capital account liberalization are not unconditional, but are likely to depend upon the environment in which the liberalization occurs. Hence, our thesis contributes to the recent policy debates on the merits and demerits of capital account liberalization. As regards the link between capital account liberalization and financial development in Tunisia, the various estimates were made by the autoregressive distributed lag model (ARDL) over the period 1986 to 2014. The results show that the positive effect of opening on financial development is much more important in the long term than in the short term. Moreover, the results confirm the negative impact of corruption on the Tunisian financial system.

Key words: capital account, financial development, economic growth, institutional quality, MENA countries, Tunisia, GMM, ARDL.