

Les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement Croissance économique ou instabilité financière ?

Saoussen Ben Gamra, Mickaël Clévenot

▶ **To cite this version:**

Saoussen Ben Gamra, Mickaël Clévenot. Les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement Croissance économique ou instabilité financière ?. 2008. hal-00323334

HAL Id: hal-00323334
https://hal.science/hal-00323334

Submitted on 20 Sep 2008

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement
Croissance économique ou instabilité financière ?

CEPN UMR 7115

Saoussen Ben Gamra[1] et Mickaël Clévenot[2]

Résumé

Ce papier tente de comprendre la coexistence d'une littérature favorable à la libéralisation financière et une approche nettement plus critique et tente de concilier les deux courants. Les effets favorables de la libéralisation financière sur la croissance économique et les effets défavorables des crises financières et notamment bancaires sont souvent intiment liées à travers l'existence de cycle financier. L'hypothèse centrale est que la libéralisation accroît l'instabilité financière et que c'est cette relation négative entre les deux phénomènes qui réduit l'apport favorable de la libéralisation sur la croissance. Plusieurs arguments théoriques sont présentés à l'appui de ces relations liant la libéralisation financière, l'instabilité et la croissance, qui sont ensuite testés avec succès sur un échantillon d'une vingtaine de pays « en développement » durant la période (1980-2002). Cette analyse montre qu'une politique de libéralisation financière, destinée à promouvoir le développement financier et la croissance, ne doit pas se faire dans n'importe quel environnement économique et institutionnel et que par delà le respect de ces règles, rarement effectif, ne garantissent pas de pouvoir assurer un contrôle complet de la libéralisation financière ce qui explique a priori la supériorité des effets négatifs de la libéralisation financière dans ce travail.

Mots clés : Libéralisation financière, croissance, instabilité financière, pays en développement, panel, GMM.

JEL: O16, C23, G15

[1] Saoussen Ben Gamra, ATER à l'Université Paris XIII, adresse : 99 avenue J.B.Clément 93430 Villetaneuse, tel : 01 49 40 78 26, email : saoussen77@yahoo.fr.
[2] Mickaël Clévenot, ATER, Université Paris XIII, adresse : 4, rue de la Croix Faron Plaine Saint-Denis 93210 Saint-Denis tel : 01 55 93 93 43 email : clevenot@seg.univ-paris13.fr

1. Introduction

La pensée dominante dans les années 1990 en économie a considéré que la libéralisation financière était nettement favorable à la croissance économique. Cette opinion était fondée sur une réflexion théorique et de nombreux travaux empiriques que l'on présentera dans la section 2. L'instabilité des années 1990 et la nature contagieuse des crises financière (Tequila, crise asiatique) a jeté un doute sur cette relation. Nombreux ont été les travaux qui ont pointé les conséquences défavorables de ces crises qui ralentissent la croissance et aggravent la pauvreté. La littérature néo-keynésienne sur l'imperfection des marchés financiers (Grossmann et Stiglitz [1980]), postkeynésienne sur les phénomènes d'aveuglement au risque (Minsky) et régulationniste sur les dangers de la régulation contre la supervision qui accroît les phénomènes de procyclicité (Aglietta, Goodhart) et marxiste (Chesnais [2004]) sur les effets de répartition, et sur les mal formation du capital sont venues rappeler que la finance peut apporter beaucoup de désordres économiques, sociaux et politiques. Aussi, les questions qui paraissaient nettement tranchées avant la crise asiatique de 1997 ont été remises en débat. Cette réflexion ayant pris une tournure nouvelle avec l'apparition de scandales financiers à partir de 2001 (Enron, Parmalat,…) au cœur même du centre financier mondial qui s'accompagne par l'éclatement de la bulle fondée sur les valeurs technologiques.

Le débat sur l'impact de la finance n'est donc pas clos. De façon général, les auteurs s'accordent sur l'existence d'un solide cadre institutionnel pour réduire les sources d'instabilité ce qui revient à dire que la finance ne produit pas ses bienfaits en raison de l'absence de conditions externes qui ne remettent pas en cause le principe général de la libéralisation. Au contraire, d'autres considèrent que la finance est intrinsèquement déstabilisatrice, au premier rang desquels se trouve J.M.Keynes à l'origine de la législation américaine (Glass Steagal Act) et les auteurs comme Goodhart et Aglietta qui identifient des causes endogènes de la finance dans la production d'instabilité. Ce travail initialement tenté d'évaluer l'influence positive ou négative de la finance sur la croissance (section 3 et 4), mais progressivement, il est apparu nécessaire d'identifier les causes des effets négatifs. Aussi, on a procéder à une analyse à partir de variable d'interaction (section 5). Cette méthode bien qu'utile parait cependant un peu artificielle dans la mesure où elle évacue les enchaînements économiques et les effets de cycle financiers sur lesquels on reviendra dans la conclusion.

Dans la section suivante, nous présentons les hypothèses théoriques usuelles favorables à la libéralisation en soulignant leur lacune de la prise en compte des effets d'instabilité. En suite, nous soulignons le caractère ambigu des conclusions de la littérature empirique sur les relations entre la libéralisation financière et la croissance. La troisième section est consacrée à la présentation de la méthodologie utilisée. Dans les sections 4 et 5 les estimations sont menées sur un échantillon de 22 pays en « développement » et sur la période 1980-2002. Ces résultats confortent assez largement nos hypothèses théoriques.

2. Une revue de la littérature empirique

2.1 Origines et évolution du débat

Les trois dernières décennies ont été marquées par un mouvement intense de libéralisation de l'économie au niveau mondial. Ce mouvement tire sa force de la perte de légitimité de la synthèse keynésienne. Ce déclin favorise l'émergence d'un corps de doctrine dont le noyau dur repose sur une critique de l'intervention de l'Etat. D'un point de vue théorique, il constitue à beaucoup d'égards l'antithèse des enseignements keynésiens. La finance de marché, vilipendée par Keynes dans la Théorie Générale est décrite comme le levier essentiel de sortie du sous-développement. La politique monétaire, l'encadrement du crédit, ou encore l'orientation sur des critères « arbitraires » du crédit par le biais de bonifications dans le cadre de politique industrielle sont jugés nuisibles à la croissance. Les critiques des politiques d'inspiration keynésienne les plus anciennes sont portées par des auteurs tels que F.Hayek ou M.Friedman. Hayek ne voit pas dans la manipulation des taux d'intérêt la possibilité de rétablir un équilibre monétaire global. Au contraire, la cause du déséquilibre paraît être la politique monétaire elle-même. Plus fondamentalement, la question du financement de l'économie repose sur des hypothèses microéconomiques alternatives. La première, keynésienne suppose que les agents individuels raisonnent sur la base d'équilibre partiel, tandis que la seconde néo-classique suppose que les équilibres partiels ne se distinguent pas de l'équilibre général dans le mesure où les agents forment des anticipations rationnelles. L'efficacité ou l'inefficacité des marchés dans l'allocation de l'épargne découlent de ces hypothèses antinomiques.

Le débat est relancé dès le début des années 1970 par les contributions séminales de Shaw (1973) et McKinnon (1973) qui s'intéressent à la problématique du sous-développement. Ils soulignent les difficultés de financement de l'investissement dans le cadre d'économies où le système bancaire est fragmentée et le crédit sont sous le contrôle de l'Etat, ce qui caractérise particulièrement les pays de la périphérie. Le secteur financier dont le rôle aura été considérable dans l'industrialisation des pays développés, demeure trop faible pour pouvoir assurer un réel décollage économique. Pour ces auteurs, le maintien à des niveaux inférieurs au taux d'intérêt d'équilibre ne favorise pas la mobilisation de l'épargne vers les emplois productifs et explique pour une large part le faible niveau de développement des pays de la périphérie. Les difficiles conditions d'exercice des banques régies par un encadrement strict, illustrées également par l'obligation de détenir des réserves obligatoires ne permettent pas au secteur de se développer. Le système financier embryonnaire, composé d'un large secteur informel n'est pas suffisamment intégré pour permettre une mobilisation de l'épargne vers les emplois les plus productifs. Les analyses de ces deux auteurs bien que complémentaires ne se résument pas l'une à l'autre. Néanmoins, les politiques à conduire pour sortir de ces situations de sous-développement financier sont convergentes et fourniront les clés de la controverse à ce sujet.

Pour initier un processus favorable à l'investissement, les auteurs préconisent une augmentation des taux d'intérêt. Pour Shaw qui se rapproche des thèses hayekiennes initiales, c'est essentiellement la fixation d'un taux d'intérêt à un niveau inadéquat qui perturbe le système. Pour McKinnon, l'analyse

est plus raffinée. Il décrit des problèmes proche des idées des structuralistes avec la segmentation des systèmes de financement, la non intégration de la sphère financière, les difficultés du financement externe et l'indivisibilité des investissements, qui conduisent à l'idée de complémentarité de la monnaie et du capital. La hausse des taux d'intérêt doit permettre au système financier pour le premier, la formation d'une épargne et pour le second d'absorber le secteur informel et de réaliser une intégration suffisante du système ainsi qu'à homogénéiser les rendements du capital. La libéralisation du système financier doit permettre une meilleure allocation d'une épargne plus abondante car mieux rémunérée. Le rôle de l'Etat est logiquement appelé à se réduire d'autant que par ses interventions, il renforce une mauvaise allocation de l'épargne et réduit son niveau : soit directement par le maintien de taux faible ou par une création monétaire excessive qui génère de l'inflation qui n'incite pas à la constitution d'une épargne sous forme de dépôts bancaires. Les nombreuses critiques de ces travaux fondateurs n'ont toutefois pas conduit à une remise en cause du processus général de libéralisation financière engagé depuis le début des années 1970 (Argentine et Chili).

La question de la libéralisation financière, si elle paraît faire globalement consensus auprès des institutions internationales, reste controversée dans le sphère académique comme tend à le montrer les travaux empiriques réalisés ces dernières années à la faveur de la succession des crises financières qui ont déstabilisé de nombreuses économies. Nous allons revenir plus précisément sur ces questions dans la section suivante. On peut noter cependant que les critiques de la vision optimiste de la libéralisation ont été reportées sur la qualité du cadre institutionnel et sur le processus même de libéralisation (« sequencing »). La libéralisation en principe est positive mais nécessite des conditions préalables pour affirmer ses effets positifs. Les études récentes qui disposent d'un certain recul permettent de réévaluer les effets de la libéralisation sur la croissance et le développement.

2.2 Etat actuel de l'analyse empirique

La littérature pléthorique sur ces questions nous permet pas de dresser un inventaire exhaustif qui dépasserait largement l'ambition de ce travail. Toutefois, on s'est attaché à relever une vingtaine d'études empiriques afin d'évaluer l'état de la réflexion (Annexe 1). Le nombre de travaux identifiant un effet positif significatif de la libéralisation sur la croissance, neuf est légèrement inférieur à celui des travaux dont les résultats sont mitigés et non significatifs, douze. Le nombre d'étude établissant une relation négative est nettement moins important, on en a retenu deux. Ce premier constat quantitatif largement biaisé semble néanmoins inspiré un certain scepticisme quant à l'efficacité de la libéralisation tant le nombre d'études ne parvenant pas à établir une relation positive robuste est important, d'autant que parmi elles ont en trouve de nombreuses conduites par des auteurs plutôt favorables à la libéralisation. Pour dépasser ce premier constat, nous allons nous intéresser aux canaux de transmission à travers lesquels les améliorations sont censées se réaliser.

Les motifs usuels sont l'accroissement de l'épargne et par conséquent le niveau de l'investissement par la baisse du coût du capital grâce à la libéralisation du compte de capital (Quinn [1997]) ou le mar-

ché des titres (Bekaert et alii [2001a]). Le développement du marché des titres doit faciliter le recours au marché par les entrepreneurs, en réduisant les coûts d'intermédiation bancaire tout en permettant une amélioration de la rémunération de l'épargne (Fuchs-Schundeln et Funke [2001]). L'amélioration de l'efficience, pour une augmentation de la diversification des risques permettant une meilleure mobilisation (Edison et alii [2002b], McLean et Shrestha [2002], et allocation de l'épargne (Areta et alii [2001]). L'accroissement du rôle du système bancaire dans la fourniture de crédit à l'économie joue également un rôle déterminant dans l'accès à l'épargne (Tornell et alii [2003]). Enfin, l'ouverture du compte de capital en autorisant plus aisément les IDE doit favoriser les transferts technologiques (McLean et Shrestha [2002]).

Sur ces canaux de transmission viennent se greffer des conditions supplémentaires qui permettent d'accroître les effets bénéfiques de la libéralisation des divers secteurs du système financier. Elles constituent même dans les études qui ne parviennent pas à établir un effet positif une condition nécessaire pour qu'apparaissent les effets souhaités de la libéralisation sur l'accumulation du capital. On peut définir trois groupes principaux d'arguments, le niveau de développement et de stabilité économique, la qualité des institutions encadrant la libéralisation, et les facteurs de nature politique : le niveau des libertés publiques et « l'homogénéité éthique » (Chanda [2001]).

Pour les études qui établissent une relation positive, l'élément qui améliore les effets de la libéralisation paraissent particulièrement sensible au cadre institutionnel puisque quatre études sur neuf soulèvent cette question. Les études qui ne parviennent pas à identifier une relation entre libéralisation et développement place au même niveau le développement des pays dans lesquels ont lieu les réformes (Klein et Olivei [2000], Klein [2003], Edwards [2001], Calderon et alii [2004]) et le cadre institutionnel (Kraay [1998], Klein [2005], Bonfigoli et Mendicino [2004]). Un autre élément vise à expliquer les ambiguïtés des effets induits par la libéralisation repose sur la dynamique entraînée par les réformes. Pour les premiers, les effets de la libéralisation sont négatifs à court termes tandis qu'ils seraient positifs à moyen termes (Loayza et Rancière [2002]), pour un second les effets à court termes sont positifs tandis que les effets à moyen termes se révéleraient négatifs (Fratzscher et Bussière [2004]). Un dernier facteur réside dans la stabilité macroéconomique (Edison et alii [2002a]) et les gestions des crises. Loayza et Rancière (2002) montrent que les crises ont un impact négatif sur la croissance et qu'elles sont à l'origine de l'ambiguïté des effets de la libéralisation (Eichengreen et Leblang [2003]). La capacité à prévenir ces crises joue donc un rôle essentiel pour ne conserver que les effets positifs de la libéralisation, mais cette séparation parait assez artificielle et ignore les effets de cycles financiers.

Un dernier groupe d'auteurs établit l'absence d'effet de la libéralisation sur le développement (Grilli et Milesi-Ferri [1995] et Rodrik [1998]). Leurs études sont fondées sur l'indicateur Share, établit par le FMI qui permet de définir une variable instrumentale pour les années où la libéralisation du compte de capital est effective. Ces résultats sont donc plus tranchés que ceux établis par Klein et Olivei (2000) avec des méthodes très proches et soulignent que malgré l'absence des résultats positifs attendus, la plupart des auteurs s'attachent à établir des hypothèses auxiliaires pour sauvegarder l'intuition initiale

d'effets positifs de la libéralisation financière sur la croissance et le développement pour les pays de la périphérie.

On ne se sera pas penché sur les spécifications techniques des travaux, l'objectif de ce travail ne consistant pas à réaliser un survey sur l'analyse empirique de la libéralisation mais plus modestement à dresser un rapide état de la littérature. Dans le panel d'études retenu, nous n'avons pu observé d'études empiriques établissant une relation négative entre la libéralisation d'un des différents secteurs financiers. Pourtant, une littérature abondante rend compte de nombreux inconvénients générés par la libéralisation financière en premier lieu desquels se trouve l'instabilité financière. L'incomplétude des marchés et la remise en cause de l'hypothèse d'efficience par l'approche néo-keynésienne (S.Grossman et J.Stiglitz [1980]) permettent d'expliquer la survenue de bulle rationnelle initiée par des comportements mimétiques ou la convention financière l'emporte sur toute considération fondamentale (A.Orléan [1999]). Les analyses post-keynésiennes de cycle financier complètent cette perspective. Des analyses plus macroéconomiques soulignent les effets d'allocation des revenus vers les placements à rentabilité rapide qui vont à l'encontre des projets d'investissement de moyen et long termes pourtant nécessaire au maintien d'une croissance saine et de leur conséquences sociales négatives.

Notre travail, par certains côtés, constitue une généralisation des travaux antérieurs dans la mesure où l'ensemble des aspects de la libéralisation est testé tandis que les études antérieures se concentrent sur un aspect particulier des réformes. De surcroît, une batterie de tests de robustesse sera établie afin de consolider nos résultats.

3. L'estimation économétrique

Notre étude empirique porte sur un échantillon de 22 pays périphériques : Afrique du sud, Argentine, Bangladesh, Brésil, Chili, Colombie, Corée, Egypte, Inde, Indonésie, Israël, Malaisie, Maroc, Mexique, Philippines, Singapour, Sri Lanka, Thaïlande, Tunisie, Turquie, Venezuela et Zimbabwe, sur la période (1980-2002). Elle tente d'identifier l'impact de la libéralisation financière sur la croissance économique dans les pays en développement par la méthode généralisée des moments (GMM), et d'apporter un éclairage sur des questions qui, on a pu s'en rendre compte dans la section précédente ne sont pas encore pleinement stabilisées.

3.1 Les variables de la libéralisation financière

Pour chaque secteur, trois régimes sont identifiés : parfaitement libéralisé, partiellement libéralisé et réprimé. Un système financier est considéré comme parfaitement libéralisé si les trois secteurs sont parfaitement libéralisés. Et il est considéré comme partiellement libéralisé, si au moins un secteur n'est que partiellement libéralisé. Les dates de libéralisation financière et les critères utilisés pour déterminer le degré de libéralisation du secteur financier interne, des marchés financiers et du compte de capital sont présentés dans les annexes 2 et 3. Les variables de libéralisation sont des variables instrumen-

tales qui prennent la valeur 2 lorsque de libéralisation financière totale, 0 en périodes de répression financière et une valeur comprise entre 0 et 2 en périodes de libéralisation partielle. La variable de la libéralisation financière (LF) représente un indice composite de trois aspects du processus de libéralisation financière : la dérégulation du secteur financier interne, la libéralisation des marchés financiers et l'ouverture du compte de capital.

i. **La libéralisation du secteur financier interne (LSFI) :** Elle mesure la libéralisation de trois variables, les taux d'intérêt, les crédits, les réserves obligatoires et la concurrence bancaire.
   - **La libéralisation des taux d'intérêt :** Elle englobe l'élimination du contrôle, de la fixation et du plafonnement des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs.
   - **La libéralisation des crédits :** Elle signifie l'élimination du contrôle, de l'orientation vers les secteurs prioritaires, du plafonnement des crédits pour d'autres secteurs et la réduction ou la suppression des réserves obligatoires.
   - **La libéralisation du secteur bancaire :** Elle englobe la suppression des limites à l'installation et à la participation des banques domestiques et étrangères, des restrictions liées à la spécialisation des banques et à l'établissement de banques universelles.

ii. **La libéralisation des marchés financiers (LMF) :** Elle englobe la suppression des restrictions contre la détention par les investisseurs domestiques et étrangers de titres des compagnies domestiques cotées sur le marché de titres et l'élimination des contraintes au rapatriement du capital et au versement des dividendes, des intérêts et des bénéfices.

iii. **La libéralisation du compte de capital (LCC) :** Elle englobe la suppression des obstacles qui empêchent les banques et les autres institutions financières d'effectuer des emprunts à l'étranger, l'élimination du contrôle exercé sur le taux de change appliqué aux transactions relatives au compte courant et au compte capital et la libéralisation des flux de capitaux.

L'indice synthétique de libéralisation financière s'écrie comme une somme pondérée de l'indice de libéralisation des trois sous secteurs :

$$LF = \tfrac{1}{3} * LSFI + \tfrac{1}{3} * LMF + \tfrac{1}{3} * LCC$$

3.2 Présentation du modèle

Le logarithme de croissance du PIB réel par tête dans le pays i pour l'année t s'écrit :

$$\boxed{y_{i,t} = In\left(\frac{PIB_{i,t}}{Pop_{i,t}} / \frac{PIB_{i,t-1}}{Pop_{i,t-1}}\right)} \qquad \textbf{(1)}$$

où $i = 1,...,N$ avec N le nombre de pays ; $t = 1,...,T$ avec T le nombre d'années.

Si on note le niveau initial du log de PIB par tête Q_{it} et le PIB par tête de long TERMESS (à l'état stable) Q_i^* et on reprend l'approximation de premier ordre du modèle de croissance néoclassique (Mankiw, 1995), on dérive : $y_{i,t} = -\lambda\left[Q_{it} - Q_i^*\right]$; où λ est un paramètre positif de convergence. Dans la littérature Q_i^* est souvent implicitement modélisé comme une fonction linéaire de nombre de variables structurelles, telles que le niveau initial du capital humain. Ainsi une régression prototypique de croissance peut être spécifiée comme suit :

$$y_{i,t} = -\lambda Q_{i,t} + \gamma' X_{i,t} + \in_{i,t} \qquad \textbf{(2)}$$

où $X_{i,t}$ représentent les variables de contrôle pour différents niveaux du PIB par tête selon les pays. Par rapport à la littérature, on va examiner l'effet de l'addition d'une variable de libéralisation financière $Lib_{i,t}$ à la régression de croissance :

$$\boxed{y_{i,t} = \beta Q_{i,1980} + \gamma' X_{i,t} + \alpha Lib_{i,t} + \in_{i,t}} \qquad \textbf{(3)}$$

où $Q_{i,1980}$ représente le logarithme du PIB réel par tête en 1980. Ill sert de proxy pour déterminé le niveau de développement.

4. La relation libéralisation financière et croissance économique

Le modèle retenu pour évaluer la relation entre la libéralisation financière et la croissance est nettement inspiré des travaux de Bekaert, Harvey et Lundblad (2001a,b -2003), trois différences apparaissent cependant. La première réside dans l'extension de la période d'analyse qui permet d'inclure les phénomènes de crise particulièrement nombreux à la fin des années 1990. La seconde, se trouve dans le recours à la méthode des GMM et plus globalement à une batterie d'estimateurs visant à renforcer la robustesse des résultats. Enfin, le recours à des indicateurs d'interaction permet d'identifier l'origine de l'ambivalence des résultats de la relation croissance – libéralisation financière.

4.1 Libéralisation financière « synthétique » et croissance

Afin d'affiner les résultats, on a procédé à une distinction entre libéralisation synthétique, libéralisation partielle et libéralisation totale.

4.1.1 Les résultats des estimations

L'existence d'une relation mitigée et non robuste entre la libéralisation financière et la croissance dans les pays émergents est économétriquement vérifiée, ce qui corrobore les résultats des travaux de Kraay (1998), Rodrik (1998), Chanda (2001), O'Donnell (2001), Edison, Klein, Ricci et Slok (2002b), Fratzscher et Bussière (2004) et valide l'hypothèse selon laquelle l'existence d'une relation positive entre la libéralisation financière et la croissance dans les pays en développement est incertaine. En effet, bien que l'impact de la libéralisation sur la croissance, mesurée par l'indicateur synthétique, soit négatif et

significatif pour l'ensemble des pays en développement sur la période (1980-02), les résultats empiriques des tests menés par région nuancent la robustesse de ce résultat dans la mesure où cet impact se trouve essentiellement véhiculé par les pays asiatiques contenus dans l'échantillon. Le lien est non significatif en Amérique latine, faible, négatif et non significatif en Afrique et au Moyen-orient. Ces résultats signifient que la libéralisation financière contribue à réduire la croissance des pays asiatiques de 2,3% par an en moyenne après le contrôle des variables macroéconomiques, démographiques et financières, alors qu'elle n'exerce apparemment aucun effet significatif sur la croissance des pays d'Amérique latine, d'Afrique et du Moyen-orient (tableau 1).

Tableau 1 : Libéralisation financière et croissance du PIB réel par tête
Résultats des GMM (1980-2002)

Variables	Croissance du PIB par tête			
	Total des pays émergents	**Amérique latine**	**Asie**	**Afrique et Moyen-orient**
Constante	-0.205***	1.370	-0.467***	-0.254*
Lib Fin Synthétique	**-0.010****	**0.027**	**-0.023*****	**-0.014**
PIB initial	-0.010*	-0.082***	-0.023*	-0.004
Commerce	0.007***	-0.032	0.013**	0.003
Dépenses pub	-0.104***	-0.628**	-0.090	-0.166
Inflation	-0.021***	-0.033***	-0.054***	-0.018
Espérance de vie	0.149***	-0.623	0.388***	0.171**
Crédit	0.015	0.102***	-0.040*	0.015
Turnover	0.017***	0.024	0.021**	0.034
R^2	0.15	0.09	0.10	0.06
Nombre Obs.	443	121	175	147

***, **, * : significatif à 1%, 5% et 10% respectivement.

Par ailleurs, comme le montre le tableau 1 pour l'ensemble des pays émergents, l'effet de convergence mesuré par le PIB par tête initial possède les bons signes, ce qui signifie que les pays pauvres croissent plus rapidement que les pays riches. La variable d'ouverture commerciale semble très robuste et est nettement positive. Les dépenses publiques sont significatives et négatives ce qui correspond parfaitement aux résultats de la littérature – mais qui pose néanmoins des problème d'interprétation dans la mesure ou les amortisseurs automatiques jouent logiquement contre le cycle. L'inflation est significative conformément aux résultats usuels où elle joue un rôle négatif. L'indicateur de l'espérance de vie est positif et très significatif. Le crédit bancaire est également significatif et de signe attendu. Le turnover qui reflète le développement des marchés financiers joue positivement et de manière significative.

4.1.2 Analyse de la robustesse des résultats

Pour vérifier la robustesse des résultats de la méthode généralisée des moments (GMM), des estimations réalisées par différentes techniques économétriques ont été effectuées sur la période (1980-2002). Les résultats de ces tests confirment l'existence d'une relation faiblement négative et significative entre la libéralisation financière et la croissance pour les pays en développement. En effet, les tests

employant les méthodes des moindres carrés ordinaires (MCO) sur des moyennes de 3 ans et des doubles moindres carrés (DMC) sur des données annuelles, donnent des valeurs estimées de l'indicateur synthétique de libéralisation assez élevées.

L'emploi des méthodes des moindres carrés ordinaires (MCO) sur des données annuelles, des moindres carrés généralisés (MCG) sur des moyennes de 3 ans et des doubles moindres carrés généralisés (DMCG) employant des données annuelles, donnent des coefficients plus faibles mais qui sont toujours négatifs et significatifs (tableau 2).

Tableau 2 : Tests de robustesse par différentes méthodes
Libéralisation financière et croissance du PIB par tête (1980-2002)

Variables	MCO (LS)		MCG (GLS)		Double MCO (TSLS)	Double MCG (TSGLS)
	données annuelles	moyenne 3 ans	données annuelles	moyenne 3 ans		
Constante	-0.151**	0.021**	-0.174***	0.024***	-0.211***	-0.178***
Libéralisation Synthétique	**-0.009****	**-0.014****	**-0.006*****	**-0.007***	**-0.011****	**-0.007*****
PIB initial	-0.009*	-0.006	-0.013***	-0.015***	-0.010*	-0.014***
Commerce	0.010***	0.011**	0.011***	0.013***	0.008***	0.010***
Dépenses pub	-0.067*	-0.088	-0.069***	-0.016	-0.111***	-0.088***
Inflation	-0.020***	-0.023***	-0.013***	-0.014***	-0.021***	-0.015***
Espérance de vie	0.133***	0.034	0.1343***	0.020	0.153***	0.134***
Crédit	-0.003	-0.026	0.008	-0.015	0.015	0.014**
Turnover	0.013***	0.011	0.010***	0.011**	0.019***	0.017***
R^2	0.15	0.16	0.32	0.26	0.15	0.34
Nombre Obs	487	176	487	176	443	443

***, **, * : significatif à 1%, 5% et 10% respectivement.

4.2 Libéralisation financière partielle et croissance

4.2.1 Les résultats des estimations

Les estimations menées sur l'indicateur de libéralisation financière partielle donnent un coefficient qui est positif et significatif à un niveau de 99% pour le panel des pays émergents sur la période (1980-02). Ces résultats signifient que lorsqu'elle est partielle, la libéralisation financière contribue à augmenter la croissance de 0,9% par an en moyenne dans ces pays après le contrôle des variables macroéconomiques, démographiques et financières (tableau 3).

Ces résultats s'expliquent par le fait que les économies nouvellement libéralisées tendent à recevoir un boom initial et croissent plus rapidement après la libéralisation et c'est plus précisément, les pays qui ont connu un boom de crédit et d'investissement qui ont réalisé les taux de croissance les plus élevés. Ces conclusions soutiennent l'hypothèse de McKinnon et Pill (1997, 1999) du « syndrome de surendettement ». La phase de libéralisation financière partielle favorise l'expansion du cycle financier avec le développement de l'intermédiation financière et l'approfondissement financier, les booms de crédit et d'investissement permettent ainsi de maintenir temporairement élevés les niveaux de croissance de l'économie. La question de la soutenabilité de la libéralisation tient à la fois à des aspects institutionnels mais également infrastructurel et productif. La capacité d'absorption des nouveaux capitaux est aussi importante que celle de leur orientation et finissent par se rejoindre.

Tableau 3 : Libéralisation financière partielle et croissance du PIB par tête
GMM (1980-2002)

Variables	Croissance du PIB par tête			
	Total des pays émergents	Amérique latine	Asie	Afrique et Moyen-orient
Constante	-0.170***	-	-0.137	-0.295**
Libéralisation Fin Partielle	**0.009****	**0.020***	**0.013***	**-0.002**
PIB initial	-0.012**	-0.019	-0.020	-0.007
Commerce	0.007***	0.043	0.014*	0.010
Dépenses pub	-0.080**	-0.097	0.067	-0.144
Inflation	-0.018***	-0.021***	-0.045***	-0.009
Espérance de vie	0.119***	0.035	0.160**	0.179**
Crédit	0.015	0.007	-0.037**	0.020
Turnover	0.017***	0.055	0.024**	0.014
R^2	0.16	0.13	0.05	0.10
Nombre Obs	443	121	175	147

***, **, * : significatif à 1%, 5% et 10% respectivement.
Libéralisation financière partielle : si au moins un secteur financier a été partiellement libéralisé.

Toutefois, les régressions menées par région révèlent que l'impact favorable exercé par la libéralisation financière partielle sur la croissance varie selon les régions. En Amérique latine et en Asie, l'impact est positif, la libéralisation financière partielle permet aux pays latino-américains et asiatiques d'améliorer leur croissance en moyenne de 2% et 1,3% par an respectivement, par contre en Afrique et au Moyen-orient, la libéralisation partielle engendre une baisse non significative de la croissance.

Ces résultats rejoignent partiellement ceux de Edison, Klein, Ricci et Slok (2002b) sur la période (1976-95), selon lesquels seuls les pays émergents d'Asie du sud-est vérifient l'hypothèse d'un effet positif et significatif de la libéralisation financière sur la croissance. Bien que ces résultats semblent surprenants, ils se trouvent tout à fait justifiés. En effet, selon les travaux de Klein (2003), Edwards (2001), Klein et Olivei (2000), la libéralisation financière ne peut être bénéfique que si le pays a atteint un niveau minimum de développement économique qui suppose un minimum de développement des banques et des marchés financiers, ainsi que des institutions. Il apparaît donc que contrairement aux pays avancés où le gain lié à la libéralisation (partielle) semble certain, il reste conditionné pour les pays émergents à leur niveau de développement économique.

Les pays d'Afrique et du Moyen-orient contenus dans notre échantillon ne semblent pas vérifier cette condition. Au contraire, la libéralisalisation financière pendant les années 1980 a été accompagnée de nombreuses crises bancaires et de sorties de capitaux. La précarité institutionnelle qui régnait dans de nombreux pays de la région (à l'exception de l'Afrique de sud) se combine avec l'état embryonnaire des marchés financiers. Les problèmes rencontrés semblent donc largement dépassés par le cadre de la libéralisation, car ces pays n'arrivent pas à attirer des capitaux qui permettraient éventuellement d'asseoir une base économique susceptible de résoudre leurs difficultés économiques. Ils ne reçoivent qu'une faible part des flux financiers internationaux, parfois même leur insertion internationale

s'effectue, quasi-exclusivement par la dette, ce qui conduit à des sorties nettes de capital (Camara Salama [2004]).

4.2.2 Analyse de la robustesse des résultats

Pour vérifier la robustesse de ces résultats empiriques, des estimations par différentes techniques économétriques ont été effectuées sur la période (1980-02). Les résultats de ces tests confirment l'existence d'une relation positive et significative entre la libéralisation financière partielle et la croissance. On obtient des coefficients corrélation qui sont positifs et significatifs par toutes les méthodes sauf la méthode des moindres carrés généralisés (MCG) employant des données annuelles (tableau 4).

Tableau 4 : Tests de robustesse par différentes méthodes
Libéralisation financière partielle et croissance du PIB par tête (1980-2002)

Variables	MCO (LS)		MCG (GLS)		Double MCO (TSLS)	Double MCG (TSGLS)
	données annuelles	moyenne 3 ans	données annuelles	moyenne 3 ans		
Constante	-0.121*	0.027***	-0.128***	0.028***	-0.179***	-0.138***
Libéralisation Fin Partielle	**0.009****	**0.011***	**0.003**	**0.007***	**0.012*****	**0.006****
PIB initial	-0.012**	-0.009	-0.013***	-0.015***	-0.014**	-0.017***
Commerce	0.010***	0.009*	0.012***	0.012***	0.008***	0.012***
Dépenses pub	-0.042	-0.054	-0.059**	-0.003	-0.078**	-0.068**
Inflation	-0.017***	-0.020***	-0.011***	-0.013**	-0.018***	-0.011***
Espérance de vie	0.107***	0.010	0.101***	0.007	0.125***	0.104***
Crédit	-0.002	-0.024	0.009	-0.016	0.014	0.016*
Turnover	0.012***	0.011*	0.010***	0.012***	0.019***	0.017***
R^2	0.15	0.14	0.31	0.29	0.16	0.34
Nombre Obs	487	176	487	176	443	443

***, **, * : significatif à 1%, 5% et 10% respectivement.

4.3 Libéralisation financière totale et croissance

4.3.1 Les résultats des estimations

Les estimations menées sur l'indicateur de libéralisation financière totale donnent un coefficient qui est négatif et significatif à un niveau de 99% pour le panel des pays émergents. Ces résultats signifient que lorsqu'elle est totale, la libéralisation contribue à réduire la croissance de 1,7% par an en moyenne dans ces pays pris dans leur ensemble après le contrôle des variables macro-économiques, démographiques et financières (tableau 5).

Les résultats des régressions menées par région confirment ceux trouvés sur panel et vérifient l'existence d'un impact défavorable exercé par la libéralisation financière totale sur la croissance pour les trois régions sous analyse. En Asie, en Afrique et au Moyen-orient, l'impact est négatif et significatif, la libéralisation financière totale contribue à réduire la croissance en moyenne de 2,6% et 5,3% par an respectivement. En Amérique latine, l'impact est négatif mais non significatif. La faible significativité de l'indicateur de libéralisation totale en Amérique latine peut être expliquée par la baisse observée du nombre de crises bancaires en phase de libéralisation totale. Il pourrait s'agir pour les optimistes d'un effet d'apprentissage et d'introduction d'instrument innovant permettant la couverture

des risques, dans une approche plus pessimiste l'expression d'une débancarisation et d'une dollarisation de l'économie.

Tableau 5 : Libéralisation financière totale et croissance du PIB par tête
GMM (1980-2002)

Variables	Croissance du PIB par tête			
	Total des pays émergents	Amérique latine	Asie	Afrique et Moyen-orient
Constante	-0.198***	-	-0.258**	-0.438***
Libéralisation Fin Totale	**-0.017*** **	**-0.022**	**-0.026*** **	**-0.053***
PIB initial	-0.011**	-0.018	-0.022*	-0.027
Commerce	0.008***	0.045	0.015**	-0.006
Dépenses pub	-0.099***	-0.086	-0.049	-0.260**
Inflation	-0.019***	-0.021***	-0.047***	-0.005
Espérance de vie	0.144***	0.044	0.254***	0.286***
Crédit	0.010	0.005	-0.044**	0.040
Turnover	0.019***	0.056	0.026***	0.052
R^2	0.18	0.13	0.09	0.03
Nombre Obs	443	121	175	147

***, **, * : significatif à 1%, 5% et 10% respectivement.
Libéralisation financière totale : si les trois secteurs financiers ont été totalement libéralisés.

L'effet empirique négatif de la libéralisation financière totale sur la croissance s'explique par l'accélération du mouvement de libéralisation dans les économies totalement libéralisées, qui se trouvent non seulement déréglementées et décloisonnées mais aussi totalement ouverts sur l'extérieur. Ce dernier aspect semble faire une différence fondamentale par rapport à la libéralisation financière partielle. L'irrigation de l'économie par les afflux massifs de capitaux qui en découle, met l'économie en état de grande vulnérabilité à leur renversement soudains (Suddens stops).

Le reflux des capitaux est d'autant plus probable et brusque que l'environnement institutionnel du pays récepteur est insuffisamment développé, incapable de remédier aux imperfections du marché (asymétrie d'information, aléa moral et sélection adverse). Selon des conclusions tirés des travaux de Klein (2005) menés sur la période (1976-95) et d'Arteta, Eichengreen et Wyplosz (2001) menés sur les périodes (1973-81), (1982-87) et (1988-92), la libéralisation financière ne peut générer un effet positif sur la croissance particulièrement dans les pays en développement que s'ils disposent de bonnes institutions, ce qui sous-tend l'existence d'une séquence précise de libéralisation.

4.3.2 Analyse de la robustesse des résultats

Les résultats des tests de robustesse menés sur l'indicateur de libéralisation financière totale, confirment également l'existence d'un lien négatif et significatif entre la libéralisation totale et la croissance. Les coefficients estimés sont négatifs et significatifs dans toutes les spécifications avec des valeurs assez élevées lorsqu'on emploie les méthodes des moindres carrés ordinaires (MCO) sur des données annuelles et sur des moyennes de 3 ans et des doubles moindres carrés (tableau 6).

Tableau 6 : Tests de robustesse par différentes méthodes
Libéralisation financière totale et croissance du PIB par tête (1980-2002)

Variables	MCO (LS)		MCG (GLS)		Double MCO (TSLS)	Double MCG (TSGLS)
	données annuelles	moyenne 3 ans	données annuelles	moyenne 3 ans		
Constante	-0.167***	0.018**	-0.170***	0.019***	-0.209***	-0.169***
Libéralisation Fin Totale	**-0.020*** **	**-0.029*** **	**-0.013*** **	**-0.021*** **	**-0.020*** **	**-0.012*** **
PIB initial	-0.011**	-0.006	-0.014***	-0.015***	-0.012**	-0.016***
Commerce	0.011***	0.009*	0.012***	0.013***	0.008***	0.011***
Dépenses pub	-0.061*	-0.090	-0.079***	-0.021	-0.100***	-0.091***
Inflation	-0.018***	-0.022***	-0.012***	-0.014**	-0.019***	-0.013***
Espérance de vie	0.143***	0.036	0.132***	0.036**	0.152***	0.129***
Crédit	-0.007	-0.030	0.007	-0.025*	0.009	0.013*
Turnover	0.014***	0.013*	0.011***	0.011**	0.021***	0.018***
R^2	0.17	0.18	0.31	0.37	0.18	0.32
Nombre Obs	487	176	487	176	443	443

***, **, * : significatif à 1%, 5% et 10% respectivement.

Les tests de robustesse permettent de valider l'existence d'externalités positives générées par la libéralisation financière partielle sur la croissance et d'externalités négatives générées par la libéralisation totale. Afin d'identifier plus précisément l'origine de ces effets négatifs, on va procéder à des régressions à partir de variables d'interaction.

5. Effet de l'instabilité financière sur la relation entre la libéralisation et la croissance

Pour tester le lien entre la libéralisation financière, les crises bancaires et la croissance, deux variables instrumentales visant à identifier l'interaction sont utilisées. Une première variable instrumentale de la libéralisation et des crises bancaires. Elle prend la valeur 0 en situation de répression financière, 1 en situation de libéralisation financière et 2 dans le cas où la libéralisation financière a été accompagnée par des crises bancaires. Une seconde variable d'interaction de la libéralisation financière et de la stabilité bancaire. Elle prend la valeur 0 en situation de répression financière, 1 dans le cas où la libéralisation financière a été accompagnée par des crises bancaires et 2 en situation de libéralisation sans crises.

5.1 Crises bancaires et croissance

5.1.1 Les résultats des estimations

Les résultats des régressions menés sur le panel de pays émergents donnent un coefficient qui est négatif et statistiquement significatif à un seuil de 99% pour le panel des pays (tableau 7).

Ces résultats signifient que lorsque la libéralisation financière est accompagnée par des crises bancaires, elle engendre une baisse de la croissance de 1,5% en moyenne annuellement, après le contrôle des variables macro-économiques, démographiques et financières. Ces résultats sont vérifiés dans toutes les régions. Ils impliquent que les crises bancaires liées à la libéralisation engendrent une baisse significative de la croissance de 2,9% en Amérique latine et en Asie et de 4,7% en Afrique et au Moyen-orient.

Tableau 7 : Libéralisation financière, crises bancaires et croissance du PIB par tête
GMM (1980-2002)

Variables	Croissance du PIB par tête			
	Total des pays émergents	Amérique latine	Asie	Afrique et Moyen-orient
Constante	-0.142*	-	-0.034	-0.314**
Lib Fin	**0.012**	**-0.168**	**0.043****	**-0.084****
Lib Fin*Crises Banc	**-0.015*****	**-0.029****	**-0.029*****	**0.047***
PIB initial	-0.013**	-0.094***	-0.014	0.022
Commerce	0.006**	-0.058	0.006	-0.027
Dépenses pub	-0.109***	-0.523***	0.186	-0.188
Inflation	-0.017***	-0.040***	-0.045***	-0.035**
Espérance de vie	0.107**	0.219	0.073	0.197***
Crédit	0.023**	0.159***	-0.011	0.001
Turnover	0.017***	0.087*	0.017**	0.024
R^2	0.19	0.08	0.24	0.04
Nombre Obs	443	121	175	147

***, **, * : significatif à 1%, 5% et 10% respectivement.

Ces résultats confirment les conclusions de Prasad, Rogoff, Wei et Kose (2003), les crises bancaires coûteuses et récurrentes qui sont liées au processus de libéralisation financière expliquent la difficulté de trouver une corrélation positive entre la libéralisation et la croissance. Les crises, qui se traduisent par des coûts exorbitants (coûts de recapitalisation, de restructuration, d'assistance, de sauvetage du système bancaire) exercent des effets adverses sur l'économie réelle : inefficience de l'allocation des ressources et découragement des investissements rentables, mauvaise transmission des mécanismes de la politique monétaire, aggravation du déficit budgétaire de l'Etat, déstabilisation du taux de change et détérioration de la balance de paiements (Lindgreen, Garcia et Saal, 1996). Les coûts budgétaires ont atteint des taux fabuleux allant jusqu'à 55% en Indonésie (1997) et en Argentine (1988), 42% au Chili (1981), 34,8% en Thaïlande (1997) et 30,5% en Turquie (2000).

5.1.2 Analyse de robustesse des résultats

Les résultats des tests de robustesse menés sur la variable interactive de libéralisation financière et des crises bancaires, confirment l'existence d'un impact fortement défavorable des crises bancaires. Les coefficients estimés sont négatifs et significatifs à un niveau de 99% dans toutes les spécifications (tableau 8).

Tableau 8 : Tests de robustesse par différentes méthodes
Libéralisation financière, crises bancaires et croissance du PIB par tête (1980-2002)

Variables	MCO (LS)		MCG (GLS)		Double MCO (TSLS)	Double MCG (TSGLS)
	données annuelles	moyenne 3 ans	données annuelles	moyenne 3 ans		
Constante	-0.087	0.036***	-0.109**	0.035***	-0.134*	-0.106*
Lib Fin	**0.007**	**0.004**	**-0.008**	**-0.000**	**0.016**	**0.011**
Lib Fin*Crises	**-0.020*****	**-0.011*****	**-0.008*****	**-0.006*****	**-0.018*****	**-0.013*****
PIB initial	-0.010*	-0.010	-0.009**	-0.009	-0.013**	-0.016***
Commerce	0.009***	0.009*	0.010***	0.010**	0.006**	0.010***
Dépenses pub	-0.092***	-0.107	-0.076***	-0.070	-0.117***	-0.067*
Inflation	-0.017***	-0.017**	-0.013***	-0.014**	-0.017***	-0.012***
Espérance de vie	0.096**	0.009	0.106***	0.005	0.101**	0.092***
Crédit	0.003	-0.013	-0.000	-0.014	0.025**	0.015*
Turnover	0.014***	0.011	0.010***	0.010*	0.018***	0.017***
R^2	0.20	0.22	0.32	0.24	0.19	0.30
Nombre Obs	487	176	487	176	443	443

***, **, * : significatif à 1%, 5% et 10% respectivement.

5.2 Stabilité bancaire et croissance

5.2.1 Les résultats des estimations

Les régressions menées sur la variable d'interaction de la libéralisation financière et de la stabilité bancaire (ou périodes de non crises) donnent un coefficient qui est positif et statistiquement significatif à un seuil de 99% pour le panel des pays émergents (tableau 9). Les résultats signifient que dans le cas où la libéralisation financière a été exempte de crises bancaires, elle améliore la croissance de 1,9% par an en moyenne, après le contrôle des variables macro-économiques, démographiques et financières.

Tableau 9 : Libéralisation financière, stabilité bancaire et croissance du PIB par tête
GMM (1980-2002)

Variables	Croissance du PIB par tête			
	Total des pays émergents	Amérique latine	Asie	Afrique et Moyen-orient
Constante	-0.124	-	-0.034	-0.252**
Lib Fin	**-0.036*****	**-0.257**	**-0.045*****	**-0.025**
Lib Fin*Non Crises	**0.019*****	**0.029****	**0.029*****	**0.002**
PIB initial	-0.013**	-0.094***	-0.014	0.004
Commerce	0.005**	-0.058	0.006	0.019
Dépenses pub	-0.132***	-0.523***	0.186	-0.232**
Inflation	-0.018***	-0.040***	-0.045***	-0.013
Espérance de vie	0.095**	0.219	0.073	0.156**
Crédit	0.025**	0.159***	-0.011	0.012
Turnover	0.018***	0.087*	0.017**	0.018
R^2	0.20	0.08	0.24	0.12
Nombre Obs	443	121	175	147

***, **, * : significatif à 1%, 5% et 10% respectivement.

Ces résultats sont vérifiés pour les régions d'Amérique latine et d'Asie. La libéralisation financière contribue à améliorer la croissance de 2,9% en Amérique latine et en Asie en moyenne annuellement. En Afrique et au Moyen-orient, l'influence positive est non significative, pour les mêmes raisons de non sévérité des crises évoquées plus haut.

Ces résultats corroborent ceux trouvés par Loayza et Rancière (2002) sur un échantillon de 74 pays pour la période (1960-95), Eichengreen et Leblang (2003) sur un échantillon de 21 pays sur une longue période (1880-97) et par Bonfiglioli et Mendicino (2004) sur un échantillon de 90 pays pour la période (1975-99). La croissance est positivement affectée par la libéralisation financière mais négativement par les crises bancaires. Un effet positif de la libéralisation financière est généré si les crises bancaires peuvent être évitées. Il se transmet à la croissance soit directement par le biais de l'investissement, soit indirectement par la voie du développement financier. Il est d'autant plus susceptible de se réaliser que le cadre institutionnel est développé et efficient.

5.2.2 Analyse de la robustesse des résultats

Les résultats des tests de robustesse menés sur la variable interactive de libéralisation financière et de stabilité bancaire, confirment l'existence d'un impact fortement favorable sur la croissance de la libéralisation financière en période de stabilité bancaire. Les coefficients estimés sont positifs et significatifs à un niveau de 99% dans toutes les spécifications (tableau 10).

Tableau 10 : Tests de robustesse par différentes méthodes
Libéralisation financière, stabilité bancaire et croissance du PIB par tête (1980-2002)

Variables	MCO (LS)		MCG (GLS)		Double MCO (TSLS)	Double MCG (TSGLS)
	données annuelles	moyenne 3 ans	données annuelles	moyenne 3 ans		
Constante	-0.071	0.031***	-0.109**	0.032***	-0.118	-0.097
Lib Fin	**-0.047*****	**-0.026*****	**-0.033*****	**-0.018*****	**-0.037*****	**-0.023*****
Lib Fin*Non Crise	**0.021*****	**0.012*****	**0.011*****	**0.008*****	**0.021*****	**0.010*****
PIB initial	-0.010*	-0.012*	-0.009**	-0.011*	-0.014**	-0.014***
Commerce	0.008***	0.008	0.009***	0.007	0.005**	0.010***
Dépenses pub	-0.121***	-0.149**	-0.094***	-0.086*	-0.138***	-0.081**
Inflation	-0.018***	-0.019***	-0.014***	-0.016***	-0.017***	-0.013***
Espérance de vie	0.085*	0.015	0.105***	0.003	0.091**	0.088***
Crédit	0.003	-0.011	-0.000	-0.008	0.027**	0.012
Turnover	0.013***	0.011	0.010***	0.010*	0.018***	0.015***
R^2	0.21	0.25	0.32	0.29	0.20	0.32
Nombre Obs	487	176	487	176	443	443

***, **, * : significatif à 1%, 5% et 10% respectivement.

6. Conclusion

La libéralisation financière et son degré d'approfondissement ne sont pas neutre sur la croissance. Si une libéralisation partielle semble jouer positivement, la libéralisation totale et synthétique montrent clairement les limites des ces effets. Pour expliquer l'ambiguïté de ces résultats la littérature semble dégager un consensus sur l'idée que la libéralisation nécessite des préalables en termes de niveau de développement, d'environnement institutionnel, ou plus globalement la stabilité politique et le respect des libertés publiques. Toutefois, le respect même de ces indications n'immunise pas complètement contre le risque inhérent à la finance. Les Etats-Unis, dont le niveau de développement institutionnel, politique et économique est parmi les plus élevé n'a pourtant pas permis d'éviter la formation puis l'éclatement d'une bulle financière. Les entreprises qui étaient sensées s'approcher au plus près des critères de bonne gouvernance, les modèles à suivre se révélaient être en fait des boîtes noires reposant sur des montages de montages financiers illicites.

Notre travail ne permet pas de départager définitivement les causes exogènes des causes endogènes de l'instabilité financière. Il permet néanmoins de souligner que le chevauchement de ces deux origines sont responsables des ambiguïtés rencontrées dans la littérature. Le biais temporel que l'on a été en mesure de reproduire, mais que l'on a pas présenté ici, retrouve les résultats positifs de la libéralisation avant le fin des années 97 qui deviennent négatifs par la suite. Aussi les présomptions soulignant le rôle du cycle financier sont donc non négligeables. Les effets asymétriques de la libéralisation partielle d'un côté et de la libéralisation totale de l'autre dans la mesure où cette dernière intervient plus tardivement vont également en ce sens.

Les tests d'interaction s'ils posent des problèmes méthodologiques particuliers permettent néanmoins d'identifier très précisément l'origine des effets négatifs. Ils vont cependant à l'encontre d'une analyse plus dynamique où le cycle financier entier devrait être considéré pour pouvoir départager les causes endogènes et exogènes de l'instabilité financière.

Les évolutions de la littérature sur la libéralisation financière dépassent le cadre de son questionnement initial. L'intervention de l'Etat qui paraissait foncièrement négative est réapparue comme utile et nécessaire à travers l'importance de la mise en œuvre d'un cadre réglementaire adéquat et éventuellement de remise en place de frein à la mobilité du capital comme en Malaisie ou au Chili. Cet aspect étant réintroduit par la redécouverte de l'incomplétude des marchés financiers, et des asymétries d'information. Ainsi, on est passé d'une position où la libéralisation financière devait par elle-même améliorer le cadre institutionnel, à une vision inverse où le cadre institutionnel doit être particulièrement adapté aux nouveaux problèmes que pose l'initialisation des réformes financières. Pour revenir à la question du développement, il apparaît que les structures économique comme la spécialisation commerciale, la qualité de la main d'œuvre semblent plus cruciales que celles touchant à la libéralisation financière.

Références bibliographiques

Arrieta, G.M (1988): "Interest Rates, Saving, and Growth in LDCs :An assessement of Recent Empirical Research", *World Development*, vol 16, n°5, pp. 589-605.

Arteta C., B.Eichengreen and C. Wyplosz (2001): "When Does Capital Account Liberalization Help More Than it Hurts?", *NBER Working Paper*, N°8414.

Bonfiglioli A. and C.Mendicino (2004): "Financial Liberalization, Bank Crises and Growth: Assessing the Links", *SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance*, N° 567, October.

Calderon C., N.Loayza and K.Schmidt-Hebbel (2004): "Openness, Vulnerability, and Growth", mimeo.

M.Camara et P.Salama (2004) : « L'insertion différenciée aux effets paradoxaux des pays en développement ans la mondialisation financière », dans *La Finance mondialisée*, sous la direction de F.Chesnais, p. 196-224, La Découverte.

Chanda A. (2000): "The Influence of Capital Controls on Long run Growth: Where and How Much?", *Working Paper, North Carolina State University*.

Edison H., R.Levine, L.Ricci and T.Slok (2002a): "International Financial Integration and Economic Growth", *Journal of International Money and Finance*, 21, pp. 749-776.

Edison H., R.Levine, L.Ricci and T.Slok (2002b): "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis", *NBER Working Paper* 9100. http://www.nber.org/papers/w9100

Edwards S. (1998): "Openness, Productivity, and Growth: What do we really Know?, *Economic Journal*, 108, 383-398.

Edwards S. (2001): "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?", *NBER Working Paper Series*, N°8076.

Eichengreen and D.Leblang (2003): "Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?", *International Journal of Finance and Economics*, 8, 205-224.

Fratzscher M. and M.Bussière (2004): "Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain?", *European Central Bank Working Paper Series*, N°348.

Fuchs-Schundeln N. and N.Funke (2001): "Stock Market Liberalizations: Financial and Macroeconomic Implications", *IMF Working Paper*, N°193.

Grilli V. and G.M.Milesi-Ferretti (1995): "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls", *IMF StaffPapers*, 42(3), PP.517-51.

Grossman, S and J.Stiglitz (1980): "On the impossibility of informationnally efficient markets", *American Economic Review*, p.393-408.

Klein M.W. and G.P.Olivei (2001): "Capital account liberalization, financial depth and economic growth", unpublished manuscript.

Klein M.W. (2003): "Capital Account Openness and The Varieties of Growth Experience", *NBER Working Paper* N°9500.

Klein M.W. (2005): "Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence", *NBER Working Paper* N°11112.

Kraay A. (1998): "In search of the macroeconomic effect of capital account liberalization", unpublished; Washington: International Monetary Fund.

Loayza N. and R.Rancière (2002): "Financial Development, Financial Fragility and Growth", *Central Bank of Chile Working Paper*, N°145.

Martin P. and H.Rey (2002): "Financial Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?", *NBER Working Paper Series*, N°9288.

McKinnon R.I. and H.Pill (1997): "Credible Economic Liberalizations and Overborrowing", *American Economic Review*, 87, 189-93.

McLean B. and S.Shrestha (2002): "International Financial Liberalization and Economic Growth", *Research Discussion Paper of Bank of Australia*, N°03.

O'Donnell B. (2001): "Financial Openness and Economic Performance", unpublished; Dublin: Trinity College.

Prasad E., K.Rogoff, S.Wei and M.Kose (2003): "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", *IMF Working Paper*, 17 March.

Rodrik D. (1998): "Who needs capital-account convertibility?", unpublished.

Rousseau P.L. and R.Sylla (2001): "Financial System, Economic Growth, and Globalization", *NBER Working Paper* No. 8323.

Références utilisées pour la revue des expériences de libéralisation financière

Bandiera O., G.J.Caprio, P.Honohan and F.Schiantarelli (2000): "Does financial reform raise or reduce saving", *Review of Economics and Statistics*, Vol 82, N°2.

Bekaert G., C.R.Harvey and C.T.Lundblad (2003): "Equity market liberalisation in emerging markets", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, July/August.

Bekaert G. and C.R.Harvey (2000): "Foreign speculators and emerging equity markets", *Journal of Finance*, Vol LV, N°2.

Caprio G., I.Atiyas, and J.A.Hanson (1994): "Financial reform: Theory and experience", *Cambridge University Press*.

Demirguç-Kunt A. and E.Detragiache (1998): "Financial liberalisation and financial fragility", *IMF Working Paper*, N°83, pp 10.

Drees B. and C.Pazarbasioglu (1998): "The Nordic Banking Crises. Pitfalls in Financial Liberalization?", *IMF Occasional Paper*, N°161.

Hall M.J.B. (2003): "The international handbook on financial reform", Edward Elgar Publishing, USA.

Henry P.B. (2000): "Sock market liberalisation, economic reform, and emerging market equity prices", *Journal of Finance*, Vol LV, N°2.

Jbili A., K.Enders and V.Treichel (1997): "Financial sector reforms in Algeria, Morocco, and Tunisia: A preliminary assessment", *IMF Working Paper*, N°81.

Johnston B., S.M.Darbar and C.Echeverria (1997): "Sequencing capital account liberalisation: Lessons from the experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand", *IMF Working Paper*, N°157.

Kaminsky G.L. and S.L.Schmukler (2002): "Short run pain, long run gain: The effects of financial liberalisation", *World Bank* Policy Research Working Paper, N°2912.

Kim E.H.and V.Singal (2000): "Stock market openings: Experience of emerging economies", *Journal of Business*, Vol 73, N°1.

Levine R. and S.Zeros (1998): "Capital control liberalisation and stock market development", *World development*, Vol 26, N°7.

Mehrez G. and D.Kaufman (2000): "Transparency, liberalisation and banking crises", *World Bank*, mimeo.

Williamson J. and M.Mahar (1998): "A survey of financial liberalisation", *Essays in International Finance*, N°211, Department of Economics and Princeton University.

Annexe 1 : Revue des travaux empiriques portant sur l'effet de la libéralisation financière sur la croissance

Travaux	Périodes d'étude	Nombre de pays	Type de libéralisation	Indicateurs de libérali-sation	Tests effectués	Canaux de transmission de l'effet	Conditions d'un effet positif ou d'un effet positif plus significatif sur la croissance
Effet positif et significatif sur la croissance							
Quinn (1997)	(1960-89)	64 ou 58	Compte de capital	Δquinn entre 1988-1958.	MCO (Coupe transversale)	Réduction de la taxation du capital.	-
Fuchs-Schundeln et Funke (2001)	(1975-00)	27 pays émergents	Marchés de titres	Dates officielles	MCO (Coupe transversale)	Accroissement de l'investissement privé.	Mettre en place des réformes institutionnel-les avant de libéraliser.
Bekaert, Harvey et Lundblad (2001a)	(1980-97)	95, 75, 50 ou 28 pays émer-gents	Marchés de titres	Dates officielles	GMM (panel, moyennes de 3, 5, 7 et 10 ans)	Baisse du coût de capital.	- Taux élevé de scolarisation - Taille faible du gouvernement - Système légal anglo-saxon
Bekaert, Harvey et Lundblad (2001b)	(1980-97)						Taux élevé de scolarisation
Bekaert, Harvey et Lundblad (2004)	(1980-97)						- Le développement financier - Système légal efficace
Arteta, Eichengreen et Wyplosz (2001)	(1973-81) (1982-87) (1988-92)	51 à 59	Compte de capital	- Quinn pour la 1ère année - Δquinn pour les péri-odes.	MCO (Coupe transversale – panel)	Amélioration de l'efficience.	- De bonnes institutions - Respecter la séquence de la libéralisation financière et commerciale : éliminer les déséquilibres macroéconomiques et les distorsions commerciales
Edison, Klein, Ricci et Slok (2002b)	(1976-95)	89	Compte de capital	- FMI - Share - Quinn - OCDE - Montiel-Reinhart - Volume	- MCO (panel) - DMCO (panel)	Diversification des risques. Efficience de l'allocation des ressources.	Les pays en développement et en particulier les pays d'Asie du sud-est
			Marchés financiers	Dates officielles			
McLean et Shrestha (2002)	(1976-95)	40	Compte de capital	Volume	DMCO (panel moyennes de 5 ans)	- Développement des marchés financiers. - Investissements productifs - Transfert technologique.	Favoriser la libéralisation des IDE et des flux de portefeuille plutôt que les flux de crédits bancaires.
Tornell, Westermann et Martinez (2003)	(1980-99)	105	Compte de capital	Les afflux de capitaux dépassent 10% du PIB.	MCO, MCG (Panel et Coupe transversale)	Accroissement du volume et du risque de crédit.	-
Effet mitigé non robuste sur la croissance							
Kraay (1998)	(1985-97)	64, 94 ou 117	Compte de capital	- FMI - Quinn - Volume	- MCO (Coupe transversale) - DMCO (Coupe transversale)	-	Le développement institutionnel et politique
Klein et Olivei (2000)	(1986-95) (1976-95)	Plus de 92 67		Share	MCO, DMCO	Développement financier.	Développement économique.

Klein (2003)	(1976-95)	85	Compte de capital	- Share - Quinn	(Panel, Coupe transversale)	Amélioration de l'efficience de l'allocation du capital.	Seulement sur les pays à revenu intermédiaire.
Klein (2005)		71				-	Développement institutionnel.
Edwards (2001)	(1980-89)	55 à 62	Compte de capital	- Quinn en 1988 - ΔQuinn entre 1988-1973.	- MCOP, DMCOP, SURE (Coupe transversale)	- Diversification des risques - Spécialisation. - Amélioration de la rentabilité des projets.	Le développement économique
Chanda (2001)	(1975-95)	57 non-OCDE	Compte de capital	Share	MCO (Coupe transversale)	Accumulation du capital	Une faible hétérogénéité ethnique
Edison, Klein, Ricci et Slok (2002a)	(1980-00)	57	Compte de capital	- FMI - Quinn - Volume	- MCO(panel) - DMCO (panel) - GMM(panel)	- Diversification des risques - Spécialisation. - Amélioration de l'allocation du capital.	La stabilité macroéconomique.
Loayza et Rancière (2002)	(1960-95)	74	Système financier interne	- DEPTH - PRIVY	GMM	Développement financier.	Positif en période de non crises et négatif en périodes de crises.
	(1960-97)	49			Modèle autoregressif avec retard		Négatif à court termes et positif à long termes.
Eichengreen et Leblang (2003)	(1880-97) Post-1971	21	Compte de capital	FMI	GMM (panel)	Amélioration de l'efficience de l'allocation des ressources.	Contrôler les crises et neutraliser leurs effets adverses sur la croissance.
Fratzscher et Bussière (2004)	(1980-02)	45	Compte de capital	Volume	GMM (panel, moyennes de 5 ans)	Boom de crédit et d'investissement.	Positif à court termes et négatif à moyen et long termes..
Calderon, Loayza et Schmidt-Hebbel (2004)	(1970-00)	76	Compte de capital	- FMI - Volume	GMM (moyennes de 5 ans)	-	Seulement sur les pays à revenu intermédiaire.
Bonfigoli et Mendicino (2004)	(1975-99)	90	Compte de capital	FMI	GMM (Coupe transversale)	Développement financier.	Développement institutionnel (permettant de réduire les crises bancaires)
			Marchés financiers	Dates officielles			
Pas d'effet sur la croissance							
Grilli et Milesi-Ferretti (1995)	(1971-94)	61 PED	Compte de capital	Share	MCO (Moyennes de 5 ans)	-	-
Rodrik (1998)	(1975-89)	100	Compte de capital	Share	MCO (Coupe transversale)	-	-

Notes: **FMI :** l'indicateur du FMI mesure les restrictions sur les transactions en capital selon le rapport annuel d'arrangements de l'échange et de restrictions sur l'échange. **Quinn :** indicateur de Quinn (1997), il est compris entre 0 et 4 et mesure l'intensité de la libéralisation du compte de capital ; **ΔQuinn :** mesure la variation de l'indicateur de Quinn ; **Volume :** mesure le volume des flux de capitaux ; **Share :** mesure la proportion d'années de libéralisation du compte de capital par rapport au total d'années d'étude selon le rapport du FMI ; **Montiel-Reinhart** (1999) : mesure l'intensité du contrôle des transactions internationales, compris entre 0 et 2 ; **OCDE :** indicateur de libéralisation de capital selon le code de libéralisation des mouvements de capitaux publié par l'OCDE ; **Kaminsky-Schmukler** (2001) : fournit une revue complète des expériences de libéralisation du système financier interne, des marchés financier et du compte de capital pour 28 pays développés et en développement sur la période (1972-99).
Depth : ratio des engagements liquides/PIB – **Bank :** crédits alloués par les banques commerciales/Total crédits – **Private :** crédits alloués au secteur privé/Total crédit – **Privy :** crédits alloués au secteur privé/PIB.

Annexe 2 : Les critères d'identification du degré de libéralisation financière

Secteur financier interne

Critère de la libéralisation parfaite	
Taux d'intérêt débiteurs et créditeurs	Il n'existe pas de contrôle sur les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs. Et
Crédits, des réserves et de l'entrée	Il n'existe pas de contrôle sur les crédits, les réserves et l'entrée des banques.
Critère de la libéralisation partielle	
Taux d'intérêt débiteurs et créditeurs	Il n'existe pas de contrôle sur les taux d'intérêt débiteurs ou créditeurs. Ou
Crédits, des réserves et de l'entrée	Il n'existe pas de contrôle sur les crédits ou sur les réserves ou sur l'entrée des banques.
Critère de la répression	
Taux d'intérêt débiteurs et créditeurs	Il existe un contrôle sur les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs. Et
Crédits, des réserves et de l'entrée	Il existe un contrôle des crédits, des réserves et de l'entrée des banques.

Marchés financiers

Critère de la libéralisation parfaite	
Investissements domestiques et étrangers de portefeuille	Les investisseurs domestiques et étrangers sont autorisés à détenir des titres domestiques sans restrictions.
Rapatriement du capital, des dividendes et des intérêts	Et Le capital, les dividendes et les intérêts sont librement rapatriés pendant les 2 ans de l'investissement initial.
Critère de la libéralisation partielle	
Investissements domestiques et étrangers de portefeuille	Les investisseurs domestiques et étrangers sont autorisés à détenir plus que 49% des titres de chaque compagnie. Il existe des restrictions sur la participation dans certains secteurs et des moyens indirects d'investissement sur les marchés financiers (country funds). Ou
Rapatriement du capital, des dividendes et des intérêts	Le capital, les dividendes et les intérêts sont rapatriés mais pas avant 2 ans et après 5 ans de l'investissement initial.
Critère de la répression	
Investissements domestiques et étrangers de portefeuille	Les investisseurs domestiques et étrangers ne sont pas autorisés à détenir des titres domestiques.
Rapatriement du capital, des dividendes et des intérêts	Ou Le capital, les dividendes et les intérêts sont rapatriés mais pas avant 5 ans de l'investissement initial.

Compte capital

Critère de la libéralisation parfaite	
Emprunts étrangers	Les banques et les autres institutions sont autorisées à emprunter librement de l'étranger. Elles doivent informer les autorités mais l'autorisation est automatiquement offerte. Les réserves obligatoires doivent être inférieures à 10%. La maturité minimale exigée est inférieure à 2 ans. Et
Taux de change multiples et autres restrictions	Il n'existe pas de taux de change spéciaux sur les transactions du compte courant ou du compte capital. Il n'existe pas de restrictions sur les sorties de capitaux.
Critère de la libéralisation partielle	
Emprunts étrangers par les banques	Les banques et les autres institutions sont autorisées à emprunter de l'étranger mais elles sont soumettes à certaines restrictions. Les réserves obligatoires doivent être comprise entre 10 et 50%. La maturité minimale exigée doit être supérieure à 5 ans. Ou
Taux de change multiples et autres restrictions	Il existe des taux de change spéciaux sur les transactions du compte courant et du compte capital. Il existe certaines restrictions sur les sorties de capitaux.
Critère de la répression	
Emprunts étrangers par les banques	Les banques et les autres institutions ne sont pas autorisées à emprunter de l'étranger. Les réserves obligatoires doivent être supérieures à 50%. La maturité minimale exigée doit être supérieure à 5 ans. Ou
Taux de change multiples et autres restrictions	Il existe des taux de change spéciaux sur les transactions du compte courant et du compte capital. Il existe des restrictions sur les sorties de capitaux.

Annexe 3 : Les périodes de libéralisation partielle et totale du secteur financier interne, des marchés financiers et du compte de capital dans les pays émergents (1970-2002)

Pays	Secteur financier interne		Marchés financiers		Compte capital	
	Libéralisation partielle	Libéralisation totale	Libéralisation partielle	Libéralisation totale	Libéralisation partielle	Libéralisation totale
Amérique latine						
Argentine	(1977-82) / (1987-94)	(1994-02)	(1977-82) / (1989-91)	(1991-02)	(1976-81) / (1982-91)	(1981-82) / (1991-02)
Brésil	(1976-79) / 1988-91)	(1991-02)	(1973-91)	(1991-02)	(1994-98)	(1990-94) / (1998-02)
Chili	(1974-82) / 1984-86)	(1986-02)	(1987-95)	(1995-02)	1977 / (1979-98)	(1998-02)
Colombie	(1974-90)	(1990-02)	-	(1991-02)	(1991-98)	(1998-02)
Mexique	(1977-90)	(1990-02)	(1989-91)	(1991-02)	(1973-91)	(1991-02)
Venezuela	(1981-84) / (89-91) / 94-96)	(1991-94) / 1996-02)	(1973-90) / (1994-95)	(1990-94 / 1995-02)	(1983-96)	(1973-83) / (1996-02)
Asie						
Bangladesh	(1980-96)	(1996-02)	-	(1991-02)	(1991-94)	(1994-02)
Corée	(1980-97)	(1997-02)	(1984-91) / (1992-98)	(1991-92 / 1998-02)	(1979-98)	(1998-02)
Inde	(1992-95)	(1995-02)	(1992-02)	-	(1991-94)	(1994-02)
Indonésie	(1978-83)	(1983-02)	(1988-97)	(1997-02)	(1979-88) / (1991-02)	(1988-91
Malaisie	(1971-85) / (1987-91)	(1991-02)	(1973-92)	(1992-02)	(1973-02)	-
Philippines	(1981-83)	(1983-02)	(1986-91)	(1991-02)	(1976-02)	-
Singapour	(1975-77)	(1977-02)	(1983-87)	(1987-02)	(1972-78)	(1978-02)
Sri Lenca	(1980-90)	(1990-02)	(1980-90)	(1990-02)	(1978-94)	(1994-02)
Thaïlande	(1980-92)	(1992-02)	(1988-90)	(1990-02)	(1994-98)	(1998-02)
Afrique et Moyen-orient						
Afrique du Sud	(1980-83)	(1983-02)	-	(1996-02)	(1985-02)	-
Egypte	-	(1991-02)	-	(1992-02)	(1990-91)	(1991-02)
Israël	(1987-90)	(1990-02)	(1986-02)	-	(1977-79 / (1987-02)	-
Maroc	(1980-96)	(1996-02)	-	(1993-02)	(1990-02)	-
Tunisie	(1986-96)	(1996-02)	(1989-02)	-	(1993-02)	-
Turquie	(1980-83) / (1987-89)	(1989-02)	(1983-89)	(1989-02)	(1984-90	(1990-02)
Zimbabwe	-	(1991-02)	(1993-02)	-	-	(1994-02)

Source: voir bibliographie.