

RÉPUBLIQUE ALGÉRIENNE DÉMOCRATIQUE ET POPULAIRE

MINISTÈRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPÉRIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

Université Abou Bekr Belkaid Tlemcen

Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et de Gestion

THESE en vue de l'obtention du

DOCTORAT EN SCIENCES ECONOMIQUES

**Les effets de l'intégration financière sur la
croissance des économies du Maghreb dans un
contexte de globalisation et de crises**

Présentée et soutenue publiquement par :

ZENASNI Soumia

Sous la direction du : Pr. BENHABIB Abderrezzak, Université de Tlemcen

JURY :

- Pr. BENBOUZIANE Mohammed	Université de Tlemcen	Président
- Pr. BENHABIB Abderrezzak	Université de Tlemcen	Encadreur
- Pr. TAOULI Mustapha	Université de Tlemcen	Examineur
- Pr. DERBAL Abdelkader	Université d'Oran	Examineur
- Pr. YOUSFI Rachid	Université de Mostaganem	Examineur
- Pr. SALEM Abdelaziz	Université d'Oran	Examineur

Année Universitaire : 2013 / 2014

*“If I have seen a little further, it is by standing
on the shoulders of Giants”*

Isaac Newton, letter to Robert Hooke, (1676)

Dédicace

Je dédie ce travail aux personnes les plus chères dans ma vie : mes chers parents,

Mohamed, mon frère Abderrahim et ma sœur Hafeda

Comme je le dédie aussi à tous mes enseignantes et enseignants

Cette dédicace est destinée également à mon oncle Hamza

A mes chères amies Asma et Khadra

Je ne terminerai pas ce mot de reconnaissance sans avoir une belle pensée pour Racim et Moncif qui m'ont aidés à leur manière en me permettant de passer des moments agréables chaque fois que j'avais besoin d'un moment de repos. Je leur dédie aussi ce travail.

Remerciements

Mes remerciements les plus sincères s'adressent à :

- Mes chers parents qui ont tout fait pour que je puisse aller le plus loin possible dans ma quête du savoir.
- Mon frère, Abderrahim, et ma sœur, Hafeda, qui m'ont aidé à leur manière.
- Mon bien-aimé, Mohamed, qui a toujours été à mes côtés durant la réalisation de ce travail ; je lui dis merci pour ton soutien perpétuel.
- Mon encadreur, Pr BENHABIB Abederrezzak auprès de qui j'ai pu obtenir les réponses à tous mes questionnements. Il m'a été d'un précieux concours grâce à son savoir, ses aides et conseils, sa patience et sa grande disponibilité.

Je tiens également à remercier tous les enseignantes et enseignants qui m'ont aidé de près ou de loin, entre autres Pr BENBOUZIANE Mohammed qui m'a énormément aidé dans mon parcours, et d'autres dont je n'ai pas cité les noms, mais à qui je suis reconnaissantes.

Mes remerciements s'adressent également aux membres du jury pour l'honneur qu'ils m'ont fait en acceptant de consacrer leurs précieux temps à la lecture critique de cette thèse pour m'éclairer davantage par le biais de leurs remarques et critiques enrichissantes.

Un remerciement particulier s'adresse à mon cher oncle Hamza qui a toujours été à mes côtés.

Mes plus vifs remerciements vont à toute ma famille et mes amies qui ont toujours cru en moi.

Les effets de l'intégration financière sur la croissance des économies du Maghreb dans un contexte de globalisation et de crises

Résumé :

La globalisation grandissante au cours des deux dernières décennies a généré une forte croissance de l'activité commerciale internationale et des mouvements d'intégration financière. Ce phénomène dispose d'un large éventail d'activités économiques, y compris celles se rapportant à la finance, au commerce international ainsi que celles relatives aux crises et chocs financiers internationaux. Le principal objectif de cette thèse consiste à étudier les effets de l'intégration financière sur la croissance des économies maghrébines à l'ère de la globalisation et des crises. Afin de déterminer les effets de seuil dans la relation entre l'intégration financière et la croissance économique (en prenant en considération l'existence de chocs financiers extérieurs), nous utilisons le modèle vecteur autorégressif à seuil multivarié (MVTAR) de *Tsay (1998)* au cours de la période allant de 1990 à 2012. Les résultats auxquels aboutit notre étude indiquent que, sous certaines conditions économiques et financières particulières, le processus d'intégration financière joue un rôle positif dans la stimulation de la croissance économique des pays du Maghreb. Les résultats montrent également que l'application de ce processus permet aux économies maghrébines de réduire leur vulnérabilité aux chocs financiers extérieurs.

Mots clés : intégration financière, croissance économique, globalisation et crises financières, pays du Maghreb, modèle MVTAR.

آثار التكامل المالي على النمو الاقتصادي لدول المغرب العربي في زمن العولمة والأزمات

ملخص:

أدت العولمة المتزايدة خلال العقد الماضي إلى نمو كبير في النشاط التجاري الدولي و كذا في التكامل المالي. وتشمل ظاهرة العولمة هذه مجموعة واسعة من الأنشطة الاقتصادية بما في ذلك المالية و التجارة الدولية و الصدمات والأزمات المالية الدولية. يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الأطروحة في دراسة آثار التكامل المالي على النمو الاقتصادي لدول المغرب العربي و ذلك في زمن العولمة و الأزمات المالية. و من أجل القيام بهذه الدراسة، نقوم بتقدير نموذج MVTAR المقترح من طرف *Tsay (1998)* و ذلك خلال الفترة 1990-2012. تشير نتائج الدراسة إلى أنه في ظل بعض الظروف الاقتصادية والمالية الخاصة، تلعب عملية التكامل المالي دورا إيجابيا في تعزيز النمو الاقتصادي للبلدان المغاربية. تظهر النتائج أيضا أن تحقيق هذا التكامل من شأنه أن يتيح لهذه الدول إمكانية الحد من تعرضهم بالصدمات المالية الخارجية.

الكلمات المفتاحية : التكامل المالي، النمو الاقتصادي، العولمة والأزمات المالية، دول المغرب العربي، نموذج MVTAR .

The effects of financial integration on economic growth of Maghreb countries in an era of Globalization and crises

Abstract:

Increased globalization over the last two decades has led to strong growth in international business activity and financial integration process. This phenomenon covers a wide array of economic activities, including international trade, and international financial shocks and disturbances. The main objective of this thesis is to investigate the effects of financial integration on economic growth in an era of globalization and crisis on Maghreb countries. In order to determine the threshold effects in the relationship between financial integration and economic growth (taking into consideration the existence of external financial shocks), we use a multivariate threshold autoregressive model estimation (MVTAR) of *Tsay (1998)* for Maghreb countries during the period 1990-2012. Results suggest that, under particular economic and financial conditions, financial integration process plays a positive role in boosting the economic growth of Maghreb countries. Results show also that the application of this process allows these countries to reduce their vulnerability to external financial shocks.

Keywords: financial integration, economic growth, globalization and financial crises, Maghreb countries, MVTAR model.

Sommaire

Introduction générale	1
Partie 1. Intégration financière et croissance économique	
Chapitre I. Intégration des systèmes financiers : une nécessité impérieuse	
Section 1. Le système financier des pays en développement : de la répression à la libéralisation financière	10
Section 2. Fondements théoriques de l'IF : apparition et développement	37
Section 3. Revue de littérature économique (1980-2012)	47
Chapitre II. Intégration financière et croissance économique : identification de la relation	
Section 1. Quelques réflexions sur la croissance économique	56
Section 2. Développement financier, ouverture et croissance économique	64
Section 3. Intégration financière et croissance économique : identification de la relation	75
Partie 2. Intégration financière, croissance économique et chocs financiers externes : cas des pays de l'UMA	
Chapitre III. Intégration financière et chocs financiers externes : quelle relation ?	
Section 1. Aperçu sur les chocs financiers	102
Section 2. Revue de littérature sur le lien entre l'IF et les chocs externes	108
Section 3. Quelques expériences de l'IF dans le monde et exemples des chocs financiers	116
Section 4. Renforcer la stabilité financière et réduire la vulnérabilité aux chocs.....	133
Chapitre IV. Intégration financière, croissance économique et chocs financiers externes : investigation empirique sur les pays de l'UMA	
Section 1. Aperçu sur les systèmes financiers des pays l'Union du Maghreb Arabe	139
Section 2. Contraintes, opportunités et défis de l'intégration financière dans les pays de l'UMA	153
Section 3. Investigation empirique sur les pays de l'UMA	164
Conclusion Générale	201

LISTE DES TABLEAUX

Liste des tableaux

Chapitre I

N° du tableau	Titre du tableau	Page
1.1	Critères de la répression financière	21
1.2	Mesures et objectifs de la libéralisation financière	27
1.3	Critères de la libéralisation financière totale	29
1.4	Critères de la libéralisation financière partielle	30
1.5	Les étapes de libéralisation économique et financière	36

Chapitre III

N° du tableau	Titre du tableau	Page
3.1	La libéralisation financière, facteur de crises ?	107
3.2	Les dates de la libéralisation financière dans les pays émergents et en développement	118
3.3	Les épisodes de crises bancaires systémiques : pays industrialisés	133

Chapitre IV

N° du tableau	Titre du tableau	Page
4.1	Quelques statistiques sur les pays de l'UMA (en 2012)	147
4.2	Aspects commerciaux des pays du Maghreb, 2012	150

4.3	Les IDE dans les pays l'UMA (2008)	151
4.4	Résultats du test de stationnarité	182
4.5	Résultats du test de Cointégration de Johansen	183
4.6	La fraction de la variance des variables du modèle suite à un choc financier extérieur, 1990-2012	185
4.7	Résultats des récentes études empiriques sur le lien entre les chocs externes et l'intégration financière	187
4.8	Résultats du test de linéarité	190
4.9	Résultats du test de non linéarité basée sur le modèle MVTAR	192
4.10	Synthèse de l'analyse	197
4.11	Feuille de route détaillée pour concrétiser le projet d'intégration financière entre les pays de la région	198

LISTE DES FIGURES

Liste des figures

Chapitre I

N° de la figure	Titre de la figure	Page
1.1	Effets de la globalisation financière sur la croissance économique	43
1.2	Représentation schématique d'un plan de libéralisation exhaustif	45
1.3	L'intégration financière dans les régions du monde, 2010	54

Chapitre II

N° de la figure	Titre de la figure	Page
2.1	Approche théorique du lien entre Finance et Croissance	68
2.2	Ouverture financière, Volatilité des flux net de capital et croissance (1976-2009)	71
2.3	L'ouverture financière dans les pays développés et en développement (1990-2010)	79
2.4	L'approfondissement financier dans différentes régions du monde (mesuré par l'indicateur "crédit domestique au secteur privé"), 1990-2010	80
2.5	Les entrées d'IDE dans les différents groupes de pays, 1980-2008 (En milliards de dollars)	99

Chapitre III

N° de la figure	Titre de la figure	Page
3.1	Lien entre libéralisation financière, comportements spéculatifs et crises bancaires	106
3.2	Le déroulement de la crise bancaire en Argentine	120
3.3	La crise asiatique	131
3.4	Thailand vs. Inde : Crédit et Croissance (1980-2002)	132

Chapitre IV

N° de la figure	Titre de la figure	Page
4.1	L'ouverture financière dans les pays en développement: une comparaison	143
4.2	L'approfondissement financier dans les pays du Maghreb mesuré par "le crédit domestique au secteur privé", 1990-2012	144
4.3	Dynamiques de l'intégration financière en Algérie, Maroc et Tunisie (1990-2012)	147
4.4	PIB réel en termes de PPA : Comparaison Intra-Maghreb	148
4.5	PIB réel par tête en termes de PPA : comparaison internationale	148
4.6	IDE, une comparaison entre les cinq pays d'Afrique du Nord (Flux nets, en % du PIB)	152
4.7	Les résultats des fonctions de réponses impulssionnelles (VAR), 1990-2012	189
4.8	Résultats de recherches des seuils basés sur le modèle MVTAR	193
4.9	Résultats des fonctions de réponses impulssionnelles généralisées basées sur le modèle MVTAR, 1990-2012	194

LISTE DES ANNEXES

Liste des annexes

N° de l'annexe	Titre de l'annexe	Page
A.1	Travaux de King et Levine (1993)	225
A.2	Le réseau des accords commerciaux entre les régions du monde	226
A.3	Synthèse des études empiriques réalisées sur le lien entre l'intégration financière, la libéralisation du compte de capital et la croissance économique	227
A.4	Revue de littérature sur le lien entre l'investissement direct étranger et la croissance économique	230
A.5	Les institutions de l'Union du Maghreb Arabe	233
A.6	Représentation schématique des institutions de l'UMA	235
A.7	Définition et sources des variables	236
A.8	Corrélations entre les variables du modèle, 1990-2012	238
A.9	Cross correlation matrix, Algeria	240
A.10	Cross correlation matrix, Morocco	241
A.11	Cross correlation matrix, Tunisia	242

**LISTE DES
ABREVIATIONS ET
ACRONYMS**

Liste des abréviations et acronymes

ACP : Accords Commerciaux Préférentiels

ADF : Augmented Dickey et Fuller

ALE : Accords de Libres Echanges

ALENA : Association de Libre-échange Nord-Américain

ASEAN : Association of Southeast Asian Nations

CEMAC : Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale

COMESA : Common Market for Eastern and Southern Africa

DOLS : Dynamic Ordinary Least Squares

DSGE model: Dynamic, Stochastic, General equilibrium model

EME: Emerging Market Economies

GATS : General Agreement on Trade in Services

IF : Intégration Financière

MENA : Middle East and North Africa

MMG : Méthode des Moments Généralisés

MVTAR : Multivariate Vector Threshold AutoRegressive

OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Economiques

PIB : Produit Intérieur Brut

PP : Phillips et Perron

PPA : Parité du Pouvoir d'Achat

SADC : Southern African Development Community

SETAR : Self Exciting Threshold AutoRegressive

SVARX : Structural Vector AutoRegressive with Exogeneity

TAR : Threshold AutoRegressive

UDEAC : Union Douanière et Économique de l'Afrique Centrale

UE : Union Européenne

UEM : Union Economique Monétaire

UEMOA : Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine

UMA : Union du Maghreb Arabe

VAR : Vectro AutoRegressive

ZLE : Zone de Libre Echange

INTRODUCTION GÉNÉRALE

INTRODUCTION GENERALE

Le secteur de l'économie, qui a déjà commencé à connaître de sérieux et importants changements bien avant l'avènement de la mondialisation, grâce, notamment, à l'apport d'éminents économistes du XXème siècle, a connu de profondes et rapides mutations avec l'entrée en application, dès les années 1980, dans la plupart des pays émergents, d'une nouvelle politique basée sur la libéralisation économique. En fait, les fondements de la libéralisation financière se retrouvent, essentiellement, dans les travaux réalisés par McKinnon et Shaw, publiés en 1973. Dans ces travaux, les deux auteurs s'élèvent énergiquement contre l'idéologie de la répression financière et la mainmise des pouvoirs publics dans tout ce qui a trait à l'activité économique. Ils ont montré que les restrictions imposées réduisaient l'épargne et empêchaient une affectation efficace et judicieuse des ressources et, par conséquent, ralentissaient dangereusement la croissance. La libéralisation qui a été instaurée en réaction aux critiques acerbes visant la répression financière a, semble-t-il, permis d'améliorer de façon remarquable le rendement de l'épargne et, du coup, d'accroître efficacement les investissements en réduisant les contraintes de crédits.

A partir de la multiplication de ces processus d'ouverture vers l'extérieur et de libéralisation, l'intégration financière régionale et internationale -qui, sous l'effet de la libéralisation des mouvements de capitaux et de l'ouverture des marchés financiers, touche une partie des pays émergents- a connu un essor remarquable. Elle est considérée comme l'une des évolutions majeures de ces dernières années. En fait, les flux de capitaux ont connu une évolution importante et ont marqué un processus nouveau de « la globalisation financière ». Ce processus a apporté des gains substantiels considérables aux économies avancées et constitue l'un des facteurs clés d'une croissance économique soutenable dans les économies en développement.

Comme on le sait, l'intégration de la finance et du commerce est le principal pilier de la stratégie de transformation des économies en développement, habituées à agir séparément, en un ensemble structuré, intégré et cohérent qui sert de base au développement économique et social de chaque pays. Il n'y a pas de doute, à l'envergure requise pour aspirer jouer un rôle plus important dans le commerce international eu égard aux immenses ressources naturelles et aux marchés prometteurs qui disposent d'un nombre important de consommateurs potentiels. Il faudra, néanmoins, construire un marché régional au préalable et développer les échanges à l'intérieur de la région si les pays veulent concrétiser leurs ambitions.

Toutefois, les premières expériences menées sous l'influence des politiques de libéralisation et d'ouverture financières, en Corée du Sud et au Taiwan, durant les années soixante-dix, ont connu un succès. En revanche, ces politiques dans les pays d'Amérique latine, à la fin des mêmes années soixante-dix (Argentine, Chili, Uruguay) et aux Philippines comme en Turquie dans les années quatre-vingt ont plutôt échoué car elles se sont traduites par une hausse excessive des taux d'intérêt réels, par des entrées spéculatives de capitaux et finalement par de graves crises de la balance des paiements et du système bancaire. L'échec de certains pays a remis en cause la vision optimiste de ses initiateurs et a conduit certains économistes à critiquer les principes du modèle préconisé. Ces économistes, dont les nouveaux structuralistes, ont douté de la capacité de ce modèle à réaliser les objectifs visés à cause des perturbations et crises bancaires et financières qu'elles peuvent engendrer. Ainsi, certains travaux empiriques ont pu établir un lien de causalité fort et robuste entre la libéralisation financière et les crises bancaires (Kaminsky et Reinhart 1996 ; Plihon et Miotti 2001 ; etc.). Il a été établi qu'une libéralisation a besoin d'un cadre institutionnel adéquat et un système financier bien développé afin d'éviter le déclenchement des crises bancaires.

Dans le contexte des multiples changements qu'a connus la sphère économique et financière mondiale, de nombreuses études théoriques et empiriques ont vu le jour (*Obstfeld 1986 ; Frankel, Dooley et Mathieson 1987 ; Bayoumi 1990 ; Tesar 1991 ; Eichengreen 1992b ; Zevin 1992 ; Taylor 1995 ; Coakley et al 1998, Demirgüç-Kunt et Detragiache 1998 ; Kaminsky et Reinhart 2000 ; Schmidt-Hebbel 2001 ; Ayhan Kose et al 2003 ; Freixas et Holthausen 2004 ; Galindo et al 2009 ; Castiglionesi et al 2010 ; Albulescu 2011 ; Rose 2012*). Ces études ont examiné, d'une part, les effets des mouvements de libéralisation et d'intégration économique et financière sur la croissance économiques des pays en développement et, d'autre part, l'impact des crises et chocs financiers externes sur cette relation.

A l'instar d'autres économies en développement, les pays du Maghreb avaient amorcé des réformes financières avec comme principaux objectifs le renforcement du rôle des mécanismes de marché dans l'allocation du crédit, l'amélioration de la capacité des institutions financières à mobiliser l'épargne, l'amélioration de l'efficacité de la politique monétaire et l'encouragement à la concurrence entre les institutions financières. Ces réformes, qui ont été appliquées à partir du début des années 1990, ont d'abord touché les banques avant d'être approfondies, par la création de la bourse des valeurs mobilières et par l'initiation de programmes de privatisation. La réforme a, enfin, ciblé l'autorité de

supervision et de régulation qui a bénéficié de plus d'autonomie. Ces réformes financières ont été appliquées en plusieurs phases, cela a consisté, d'abord à libéraliser les taux d'intérêt, à supprimer le contrôle des crédits et à mettre en place de nouveaux instruments financiers pour le budget. L'effort a été axé, par la suite, sur la politique monétaire, sur l'accroissement de l'approfondissement financier, sur le renforcement de la réglementation prudentielle et la supervision et sur la création d'une union économique, monétaire, financière et commerciale.

Bien que le renforcement de l'intégration économique maghrébine soit d'une importance primordiale pour les pays de la région vu les enjeux géostratégiques de la mondialisation, le projet d'intégration économique, entre ces pays, qui date de plus de deux décennies (il remonte à 1989), est encore loin d'avoir atteint un niveau de réalisation à même de lui permettre de voir le jour. Plusieurs raisons peuvent expliquer les faibles niveaux d'intégration financière entre les économies maghrébines. Parmi celles-ci, on peut citer pêle-mêle une politique économique anarchique et non planifiée, des structures de production inadéquates, une faible diversification des recettes commerciales, une prédominance du secteur public sur celui privé en Algérie et en Tunisie, et à un degré moindre au Maroc, des coûts de transactions élevés et des mesures très restrictives imposées sur les entrées des capitaux étrangers ; de même qu'une fragmentation des marchés et une libéralisation limitée des services ou encore des politiques commerciales non harmonisées.

1. Problématique

Afin de mieux appréhender le processus d'intégration financière et déterminer ses conséquences sur les économies maghrébines, nous avons traité la problématique suivante :

Quels sont les potentiels effets du projet d'intégration financière sur la croissance des économies du Maghreb, tout en tenant compte des effets des chocs financiers externes ?

Et pour mieux cerner notre principale problématique, nous avons jugé utile de la subdiviser en ces questions :

* L'intégration conduit-elle au développement du système bancaire et financier des pays de l'UMA ?

* Est-ce que l'ouverture des transactions financières dans les pays du Maghreb a été accompagnée des crises bancaires et financières dans ces économies ?

* Le projet d'intégration financière favorise-t-il la croissance économique des pays en question ?

* Quelles sont les contraintes et les opportunités que présente l'intégration financière pour la croissance économique des pays maghrébins ?

2. Hypothèses de l'étude

Pour essayer d'apporter une réponse à l'ensemble des questions posées précédemment, notre démarche consiste à proposer un certain nombre d'hypothèses théoriques, lesquelles ont ensuite été soumises à la vérification économétrique.

H₁ : Plusieurs raisons théoriques permettent de supposer que **l'intégration financière a favorisé le développement des systèmes bancaire et financier maghrébins.**

H₂ : **L'ouverture financière et, particulièrement, la libéralisation des taux d'intérêt est nécessaire pour améliorer le secteur bancaire des pays de l'UMA.**

H₃ : L'analyse portant sur l'effet spécifique de l'intégration financière sur la croissance économique -tout en prenant en considération l'existence et l'effet des chocs financiers externes- repose principalement sur les travaux de libéralisation et d'ouverture faits par McKinnon et Shaw (1973). Dans cette étude nous formulons l'hypothèse que, **sous certaines conditions économiques et financières particulières, le projet d'intégration financière exerce un effet favorable sur la croissance économique des économies maghrébines.**

3. Importance de l'étude

Notre sujet présente un intérêt particulier, surtout à l'heure de la mondialisation où l'intensification des échanges des flux commerciaux et financiers a accru les risques de crises bancaires et financières. Longtemps, on a pensé que les processus de développement financier et d'intégration économique est toujours bénéfique pour la croissance des pays, c'est pourquoi on a peu pris en considération la qualité de ces processus. Par exemple, en Asie du Sud-est, le développement fulgurant des marchés financiers a toujours été cité en exemple, étant une des sources de la forte croissance des pays de la région. Mais la crise financière de 1998 a rappelé que dans un environnement où la supervision et la régulation bancaire sont faibles, l'accroissement de l'activité des banques comporte des risques qui peuvent s'avérer très coûteux pour l'économie entière. De nos jours, les pays doivent donc chercher à maximiser les bénéfices tout en minimisant les coûts de ces activités.

Une autre justification de l'intérêt du sujet proposé est que l'on considère actuellement le système bancaire et financier comme étant le moteur de la croissance économique locale. Il constitue une étape cruciale dans le développement de l'économie du pays et un outil d'intégration à l'économie mondiale, caractérisée essentiellement par ses politiques libérales. Toutes les politiques économiques mises en place dans les pays en développement ont pour objectifs l'évolution de leurs systèmes bancaires et financiers et la promotion de la croissance économique. Par ailleurs, l'effet (favorable / défavorable) des politiques d'intégration et de libéralisation financière sur la croissance économique ainsi que leurs effets secondaires -elles engendrent des crises financières- nous a amenés à étudier les conséquences de ces politiques sur les pays en développement, entre autres le cas des pays de l'Union du Maghreb Arabe.

4. Objectifs de la thèse

L'objectif principal de cette étude est d'apporter, un tant soit peu, une contribution et un enrichissement à la bibliothèque économique sur le lien entre l'intégration financière et la croissance économique et les chocs financiers externes que peut générer les politiques d'ouverture financière sur l'extérieur, afin de mieux mesurer et apprécier l'impact du processus d'intégration financière sur le système bancaire et financier maghrébin et par conséquent, sur la croissance économique.

5. Raison du choix du sujet

Nous avons opté pour ce sujet pour plusieurs raisons, en voici quelques unes :

- * En raison d'une documentation et des études insuffisantes sur ce thème concernant le cas maghrébin, nous avons cru bon de réaliser ce travail afin de contribuer, même modestement, à enrichir la bibliographie existante.
- * L'intérêt d'être au courant des concepts théoriques des politiques de réforme du secteur bancaire et financier appliquées par les autorités monétaires des pays du Maghreb dès la fin des années 1980, ainsi que la compréhension de la nature du lien entre l'intégration financière, la croissance économique et les chocs financiers externes qui en découlent.
- * L'intérêt de connaître les réformes des systèmes bancaires et financiers dans les pays en développement et leur importance dans le développement économique de ces pays ainsi que la connaissance du rôle important que joue le système bancaire comme indicateur essentiel de la situation réelle de l'économie maghrébine.

- * La volonté de connaître de façon plus claire toutes les évolutions qui ont suivi l'application de la politique de libéralisation financière dans les pays de l'étude.
- * L'ambition de faire un essai d'investigation empirique, en utilisant des méthodes économétriques modernes sur notre cas.
- * Les raisons personnelles suivantes ont également pesé sur le choix de ce thème de réflexion :
 - Premièrement, nous avons un penchant particulier pour le domaine bancaire et financier.
 - Deuxièmement, pour enrichir encore plus mes connaissances dans une spécialité d'avenir qui n'a pas encore entièrement livré ses secrets, nous avons choisi ce thème par vocation pour lequel nous nous sentons capables d'apporter notre modeste contribution.

6. Méthodologie de recherche

Afin de traiter ce sujet sous plusieurs angles, nous avons privilégié la méthodologie qui consiste à utiliser la méthode descriptive du côté purement théorique de cette étude, une autre analytique dans l'exposition des différentes évolutions qu'a connues le système financier des pays de l'UMA depuis le début des années 90 à nos jours et une méthode quantitative économétrique pour l'étude de l'effet de l'intégration financière sur la croissance économique maghrébine.

7. Etudes précédentes

Dans le cadre de la recherche sur le sujet, nous nous sommes basés sur quelques études précédentes ayant principalement une relation avec le concept d'intégration financière, des chocs financiers et de la croissance économique. Nous citons entre autres :

- L'étude d'Agénor (2001) porte sur la détermination des avantages et coûts de l'intégration financière internationale (IFI). En d'autres termes, cette étude a essayé d'identifier les conditions politiques clés qui permettent aux pays d'exploiter les gains, tout en minimisant les risques liés à l'IFI. L'auteur a affirmé qu'une gestion macroéconomique prudente, une surveillance adéquate et une réglementation prudentielle du système financier, une plus grande transparence ainsi qu'une meilleure capacité à gérer les risques dans le secteur privé, sont des conditions importantes pour faire face à des retournements potentiels brusques dans les flux de capitaux à court terme. En outre, l'étude a montré que la promotion de l'intégration financière a des implications importantes sur le système financier international.

- L'étude d'*Edison, Levine, Ricci et Slock (2002)* synthétise l'ensemble des travaux antérieurs effectués sur le lien entre l'intégration financière et la croissance économique. Ces auteurs examinent ledit lien en utilisant six mesures d'ouverture financière. Ils utilisent la méthode des moindres carrés ordinaires, la méthode de doubles moindres carrés et la procédure du panel dynamique. Ils constatent que l'intégration n'a pas un effet significatif sur la croissance économique.
- *Brezigar-Masten et al., (2007)* ont étudié les effets non linéaires du développement financier et de l'intégration financière sur la croissance économique en Europe et ce, en utilisant les données des niveaux macroéconomiques et industriels. Les résultats de l'étude indiquent que les effets de l'intégration financière sont significatifs dans des niveaux élevés du développement financier.
- L'étude de *Tahari et al. (2007)* a traité les réformes du secteur financier et les perspectives pour la réalisation d'une intégration financière dans les pays du Maghreb. Les auteurs de cette étude ont indiqué que l'intégration financière entre les pays du Maghreb permettra d'approfondir les marchés financiers, d'accroître leur efficacité et d'améliorer la résilience des économies aux chocs. Selon eux, elle peut également jouer un rôle déterminant dans le système financier international. Cette étude donne un aperçu sur les systèmes financiers, établie le bilan des efforts des réformes appliquées par les autorités de ces pays, met en lumière les défis à venir pour lesdits pays et examine, enfin, les perspectives de l'intégration financière maghrébine.
- *Kose, Prasad et al (2009)* ont étudié le processus de globalisation financière et les politiques économiques en cherchant à savoir si les politiques économiques peuvent aider les pays en développement à gérer efficacement le processus de la globalisation financière. Les principales conclusions auxquelles a abouti l'étude indiquent que les politiques économiques favorisant le développement du secteur financier, la qualité des institutions et l'ouverture commerciale aident les pays en développement à bénéficier des avantages de la globalisation financière. De même, ils ont montré que des politiques macroéconomiques saines et des réformes structurelles adéquates sont deux conditions nécessaires pour attirer les flux de capitaux les moins volatils, assurer l'efficacité de l'intégration financière et renforcer la croissance économique.

- En outre, l'étude de Mougani (2012) s'est focalisée sur l'analyse de l'impact de l'intégration financière sur l'activité économique et la volatilité macroéconomique en Afrique. Les résultats des empirique de l'analyse montrent que l'impact des flux de capitaux extérieurs sur la croissance dépend principalement des conditions initiales et des politiques mises en œuvre afin d'attirer les investissements étrangers, d'accroître les investissements domestiques, de développer du système financier national, d'élargir l'ouverture du commerce et d'autres actions visant à stimuler la croissance et réduire la pauvreté.

8. Limites de l'étude

Etant donné l'ampleur du thème choisi et la multitude d'informations qu'il contient, nous avons limité l'étude sur l'aspect financier de l'intégration économique et sa relation avec la croissance économique et les chocs financiers. De même, les estimations empiriques de cette étude concernent seulement trois pays de l'UMA (Algérie, Maroc et Tunisie). Le manque de disponibilité des données ne permet pas l'inclusion de la Libye et de la Mauritanie.

9. La structure de la thèse

Afin de traiter le sujet et de répondre aux questions que nous avons soulevées et pour mieux appréhender les conséquences de l'intégration financière, aussi bien sur l'évolution du système financier maghrébin que sur la croissance économique, il nous a semblé judicieux d'aborder ce thème de réflexion en deux grandes parties. La première partie concerne le lien entre l'intégration financière et la croissance économique et elle se compose de deux chapitres. Quant à la deuxième partie, elle vise à étudier les effets des chocs financiers externes sur la croissance économique des pays de l'Union du Maghreb Arabe (UMA) et elle comporte 2 chapitres.

Tout d'abord, il est nécessaire d'abord de présenter le cadre théorique de cette étude. Ce sera l'objet du 1^{er} chapitre qui aborde le cœur de notre sujet et s'attaque à la problématique que nous avons posée. Ce chapitre est consacré à l'étude théorique des fondements de base de l'intégration des systèmes financiers. Il est composé de trois sections. La première section s'occupe de la présentation des grandes lignes du système financier. Nous étudions, dans la seconde section, les différents concepts de l'intégration des systèmes financiers. Enfin, la troisième section présente un survol de littérature théorique sur l'intégration financière.

Le 2^{ème} chapitre est consacré à l'étude des différentes relations qui peuvent exister entre, d'une part, le développement financier, la libéralisation du compte de capital et l'investissement direct étranger (qui sont considérés comme des éléments cruciaux au projet d'intégration financière) et, d'autre part, la croissance économique. Ce chapitre est composé de trois sections. La première section de ce chapitre présente quelques réflexions de base à propos de la croissance économique. Quant à la deuxième section, elle décrit le lien entre le développement financier (considéré comme un facteur fondamental de la libéralisation et de l'intégration financière) et la croissance économique. Enfin, la section 3 met en lumière la relation existant entre l'intégration financière et la croissance économique sous ses différents aspects. Cette section traite les questions liées à l'investissement direct étranger, déterminent de l'intégration financière et de la croissance des économies en développement.

Ensuite, le troisième chapitre fait l'objet de l'étude de l'impact des chocs financiers externes sur la croissance des économies en développement, notamment les économies maghrébines, qui ont mis en œuvre des politiques structurelles de libéralisation et ont modernisé la réglementation bancaire et financière en vue de renforcer son économie. Le présent chapitre est composé de trois sections. La première section présente un aperçu général sur les différents chocs extérieurs. La section 2 met en lumière les différents travaux élaborés dans la littérature théorique sur le lien entre l'intégration financière et les chocs externes. La troisième section montre quelques expériences de l'intégration financière à travers le monde et donne quelques exemples des chocs financiers qu'ont connus différents pays. La dernière section s'est focalisée sur l'étude du concept de la stabilité financière qui constitue un élément clé du processus d'intégration et qui permet de réduire le degré de la vulnérabilité aux chocs financiers externes.

Enfin, l'objectif du chapitre 4 consiste à examiner empiriquement les potentiels effets du projet d'intégration financière sur la croissance des économies du Maghreb, tout en tenant compte des effets des chocs financiers externes. Ce chapitre contient trois sections ; une première section donne, d'une part, un aperçu général sur la croissance économique et les systèmes financiers des pays du Maghreb et présente, d'autre part, les principales caractéristiques du projet d'intégration financière entre les pays de la région. La deuxième section vise à déterminer les contraintes, opportunités et défis à relever par les économies du Maghreb. Enfin, la section 3 concernera la partie empirique de cette thèse ; elle présente les méthodes d'estimation, le modèle de l'étude et les résultats empiriques obtenus.

Partie I



Intégration financière et croissance économique


**Chapitre I. Intégration des systèmes financiers : une
nécessité impérieuse**

**Chapitre II. Intégration financière et croissance
économique : identification de la relation**

« Même si l'économie a toujours été une discipline fascinante, il est bien difficile de trouver, dans l'histoire de notre discipline, une époque aussi extraordinaire »

Stiglitz J. E., (2004)

CHAPITRE I



**Intégration des systèmes
financiers : une nécessité
impérieuse**

Introduction du chapitre

L'essor de n'importe quelle économie est tributaire, dans une très large mesure, du niveau de développement et de l'efficacité de son système bancaire et financier considéré comme le nerf de chaque activité économique quelle que soit la politique du pays. Ce système peut agir de façon très décisive sur la croissance et la stabilité de l'économie. En tant qu'outil d'intermédiation, par excellence, entre épargnants et emprunteurs finaux, de moyen de surveillance des utilisateurs de fonds externes -d'où son impact sur la productivité du capital- et de par son incidence sur le volume de l'épargne duquel dépend de la capacité future de l'économie à générer plus de revenus, le système bancaire et financier joue un rôle crucial qui fait de lui le moteur de la croissance économique à long terme. En plus, l'intégration des systèmes financiers domestiques dans l'économie mondiale est devenue nécessaire pour garantir et renforcer la stabilité financière et macroéconomique de chaque pays.

Dans son premier chapitre, notre travail, qui tient compte de l'existence et de l'influence des chocs financiers externes, met l'accent sur la libéralisation des systèmes financiers dans les pays en développement et sur les fondements de base des mouvements d'intégration financière. La première section s'occupe de la présentation du système financier dans ses grandes lignes. Ensuite, nous étudions, dans la seconde section, les différents concepts de l'intégration des systèmes financiers. Enfin, la troisième section présente un survol de littérature théorique sur l'intégration financière.

Section 1. Le système financier des pays en développement : de la répression à la libéralisation financière

1. La politique de répression financière dans les pays en développement

1.1 Le système bancaire et financier dans les pays en développement

1.1.1 Généralités sur le système bancaire et financier

Il est unanimement reconnu que le système financier occupe une place de choix dans toute économie qui se respecte et ce grâce aux multiples services qu'il assure tels que la réduction des coûts de prêts et d'emprunts, la minimisation des risques encourus, la collecte de l'épargne et la garantie d'une meilleure allocation des ressources. Tous ces services et d'autres améliorent la croissance économique du pays.

1.1.1.1 Définition du système financier

Un système financier peut être défini comme un ensemble très complexe d'institutions, de procédures, d'usages et de règles déterminant les voies à suivre afin de collecter l'épargne auprès des ménages, de l'Etat et des entreprises ; laquelle épargne est ensuite investie pour la création des richesses. Le système financier compte sur toutes les institutions ayant pour rôle essentiel de mobiliser l'épargne des ménages et des entreprises dont les revenus sont supérieurs aux dépenses pour la transférer ensuite vers les ménages et les entreprises aux capacités d'autofinancement insuffisantes¹.

En s'interposant entre prêteurs et emprunteurs, ce système rend les décisions d'épargne et d'investissements de ces derniers plus cohérentes, ce qui est de nature à faciliter plus leurs transactions. Le rôle d'intermédiation incombe aux institutions financières qui doivent être capables d'assurer une allocation efficace de l'épargne et l'orienter vers l'investissement, tout en veillant à éviter, à la fois, un endettement excessif des entreprises, une sous utilisation des capacités de financement pouvant conduire à des situations de sous-emploi de l'épargne et à une mauvaise utilisation de ces capacités rendant moins rentables les financements des projets.

Les institutions financières que comporte le système financier sont les banques commerciales, les banques d'investissement, les sociétés d'assurance, les courtiers, les bourses de titres financiers et autres institutions financières.

1.1.1.2 Les composantes du système financier

Dit plus simplement, le système financier se compose de deux éléments, à savoir le marché monétaire (ou bancaire) et le marché financier (ou boursier):

a- Le marché monétaire (bancaire)

C'est le marché interbancaire qui regroupe la Banque Centrale* et l'ensemble des banques commerciales, les institutions d'épargne et les banques spécialisées. Constituant un élément important de l'ensemble du système financier, ce marché s'intéresse au financement des entreprises dans le court terme². Dans son acception la plus large, le marché monétaire se rapporte à tous les intermédiaires financiers.

¹ Stiglitz J. E., Walsh C. E. (2004), "*Principes d'économie moderne*", Traduction française par : Florence Mayer, Edition De Boeck & Larcier, 2ème Ed., p 568.

* La Banque Centrale est la seule habilitée à créer la monnaie, et ce par le transfert des actifs réels en actifs monétaires.

² Sisi S-D. H. (2002), "*Contemporary Economic Issues*", Dar Ghreeb for Printing and Publishing, Egypt, p 18.

Les intermédiaires financiers constituent la pierre angulaire de tout système financier digne de ce nom. Traditionnellement, les banques commerciales* ont constitué l'instrument privilégié utilisé par les entreprises pour se financer. Au moindre effondrement du système bancaire, celles-ci se trouvent dépourvues des fonds nécessaires à l'investissement ; du coup, les consommateurs ne peuvent plus être remboursés et l'économie est sérieusement ébranlée. Pour éviter cette situation, les gouvernements ont mis en place des réglementations bancaires visant à apporter une plus grande stabilité financière¹.

b- Le marché financier (boursier)

C'est l'espace où se rencontrent les offreurs et les demandeurs. Il s'intéresse aux transactions à moyen et long terme. Il comporte deux types de marchés : un marché des titres financiers (marché primaire et marché secondaire) et un autre marché qui regroupe des institutions financières non bancaires (les banques d'investissement, les compagnies d'assurance, les banques industrielles, etc.)².

Le fonctionnement du marché financier repose sur les marchés primaire et secondaire (ou le marché boursier), deux branches différentes mais complémentaires³:

♦ **Le marché primaire** : il est aussi appelé marché d'émission de titres ; c'est le marché où les titres financiers sont émis pour la première fois, soit pour la création de nouvelles entreprises soit pour l'augmentation du capital des entreprises qui existent déjà⁴.

♦ **Le marché primaire (la bourse)** : Ce marché s'occupe de l'échange des valeurs mobilières déjà émises. Ainsi, il arrive, par exemple, qu'un épargnant qui a souscrit à une émission d'obligations d'Etat souhaite revendre ce titre acheté à l'Etat ; c'est sur le marché secondaire qu'il pourra réaliser cette opération. Ce marché boursier, qui représente la plus grande part du marché financier, met en relation les agents à déficit de financement, c'est-à-dire les entreprises, les collectivités locales et l'Etat qui émettent des produits financiers (actions, obligations et autres produits), et les agents à surplus de financement, les épargnants, essentiellement les ménages, qui les souscrivent.

* Depuis longtemps, le monde économique considère que les intermédiaires financiers sont généralement les banques.

¹ Stiglitz Joseph E., Walsh Carl E., op cit, p 570.

² Sisi S-D. H. (2002), op cir, p 18.

³ Joudi M., "Bourse des valeurs et marché financier", Cours EA 202, 2005/2006, p 1.

⁴ Sisi S-D. H. (2002), op cit, p 87.

La principale caractéristique d'un marché financier développé reste, incontestablement, l'efficacité de l'information qui doit être constamment disponible et circuler librement entre les acteurs intervenant sur le marché financier. Par ailleurs, la capitalisation boursière représente l'indice particulier d'un marché boursier développé. En général, un système financier développé est celui qui réalise une mobilisation de l'épargne et une allocation optimale des ressources. Une politique macroéconomique saine dans un environnement politique favorable est seule garante d'une performance optimale.

1.1.1.3 Les principales fonctions des systèmes financiers

Le système financier est considéré comme le carrefour de tous les secteurs de l'économie (commerce, agriculture, industrie) et peut jouer le même rôle que le budget ou le système fiscal dans la distribution des ressources entre plusieurs secteurs¹. Selon Levine (1997), les intermédiaires financiers doivent assurer cinq fonctions*, considérées comme les plus essentielles du système financier². Celui-ci peut, ainsi, *permettre de faciliter les transactions financières, couvrir les risques, diversifier les actifs et mutualiser les risques*. En outre, *il aide à acquérir des informations sur les projets et à favoriser l'allocation optimale des ressources. Il assure, également, la surveillance des entrepreneurs et le contrôle des entreprises*. Par ailleurs, *il facilite la mobilisation de l'épargne*. Enfin, la présence d'un système financier suffisamment développé *permet de faciliter l'échange des biens et services*.

a- Faciliter les transactions financières, la couverture contre les risques, la diversification des actifs et la mutualisation des risques

Le plus souvent, les ménages optent pour les actifs liquides tandis que les entreprises recherchent des ressources s'étalant sur le long terme afin de pouvoir financer leurs investissements. C'est là que peuvent entrer en action les intermédiaires financiers qui peuvent transformer les actifs liquides en actifs de long terme donnant ainsi la

¹ Semedo G., et Villieu P. (1998), "Mondialisation, intégration économique et croissance : nouvelle approche", Edition L'Harmattan, Paris, p 310.

* Selon Levine (1997), ces fonctions peuvent être fondées théoriquement vu l'existence d'une liaison positive et forte entre le système financier et la croissance... Nous allons voir cette relation en détails dans la 2^{ème} section de ce chapitre, pp 50-72.

² Kpodar K. (2003), "Le développement financier et la croissance: L'Afrique subsaharienne est-elle marginalisée?", CERDI, Université d'Auvergne, Septembre, pp. 4, 5 et 6.

possibilité aux investisseurs de lancer leurs projets en toute sérénité du moment qu'ils disposent des ressources nécessaires.

Les incertitudes* liées à cette transformation fait naître les risques de liquidité, d'où l'obligation pour les banques de s'en prémunir. Afin de fournir aux épargnants une assurance complète contre les risques de liquidité, les banques peuvent offrir à ces derniers des dépôts liquides et faire appel à une combinaison équilibrée entre *investissements liquides* (investissements à faible rendement pour satisfaire les demandes des dépôts) et *illiquides* (fort rendement des investissements)¹.

Le système financier a également la possibilité de réduire les risques individuels en les diversifiant et en les faisant partager entre plusieurs acteurs. L'habileté des systèmes financiers à diversifier les risques peut affecter positivement la croissance économique sur le long terme en encourageant l'accumulation du capital et en améliorant la rentabilité des investissements. Par conséquent, le système financier qui facilite la diversification du risque tente d'apporter une modification du portefeuille au profit des projets dont le rendement attendu est élevé ; ils peuvent, ainsi, accélérer l'innovation technologique et la croissance économique².

Les intermédiaires financiers peuvent réduire ce risque de liquidité en mutualisant les risques individuels des déposants, et en investissant les fonds récoltés dans des actifs peu liquides mais rentables. *Bencivenga et Smith (1991)*³ ont montré que les intermédiaires financiers favorisent l'accumulation du capital et stimulent, par là, la croissance économique, par l'allocation de l'épargne.

b- Acquérir des informations sur les projets et favoriser l'allocation optimale des ressources

Tenant compte du fait que les épargnants -pris individuellement- ont peu d'informations sur les entreprises et qu'ils sont, par conséquent, incapables de porter leurs choix sur telle ou telle entreprise pour y investir, les intermédiaires financiers se substituent à ces épargnants et évaluent les opportunités d'investissement⁴. Ces

* Ces incertitudes sont liées aux asymétries d'information et aux coûts de transactions.

¹ Levine R. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic literature*, Vol. 35, No. 2, p 693.

² Saint Paul, G (1992), "Technological choice, Financial Markets and Economic Development", *European Economic Review*, May, Vol. 36, No. 4, p 763.

³ Bencivenga, V and Smith, D. (1991), "Financial intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic studies*, Vol. 58, No. 2, p 196.

⁴ Kpodar K. (2003), op cit, p 5.

intermédiaires réduisent le coût d'acquisition et de traitement de l'information et, par là, améliorent l'allocation des ressources¹. Ceux-ci suppléent aux frictions du marché et rendent l'information, assimilable à un bien public².

Par ailleurs, l'atout majeur de tout système financier réside en sa capacité à rendre compatible dans le temps des projets qui ne le sont pas à une date donnée, et de réduire les risques et les asymétries informationnelles afin de favoriser l'investissement et donc la croissance. A ce titre, *Diamond (1984)*³ montre que les coûts d'acquisition d'information créent des incitations à l'émergence des intermédiaires financiers.

En l'absence d'intermédiaires financiers, chaque investisseur se voyait contraint de payer ces coûts fixes. C'est ce qui a poussé les groupes d'individus à se constituer en intermédiaires financiers afin d'économiser les coûts de traitement et d'acquisition d'information à propos d'investissement⁴. Le système financier assure, donc, une fonction essentielle de garant de la confiance nécessaire pour que chaque épargnant soit prêt à confier son épargne⁵. Par cette fonction, le système financier peut accélérer la croissance économique.

c- Assurer la surveillance des entrepreneurs et le contrôle des entreprises

Lorsque l'investissement est financé, il incombe aux banques de surveiller les entrepreneurs afin de les amener à gérer leurs entreprises de façon à garantir les intérêts des créanciers et autres actionnaires. Cette fonction est prépondérante, voire décisive en raison de l'asymétrie d'information pouvant exister entre investisseurs et emprunteurs. Ces problèmes d'asymétrie d'information peuvent se produire ex ante et impliquer la mise en œuvre de projets trop risqués favorisant les actionnaires ou au contraire conduire à l'abandon de projets rentables. Ils peuvent également se produire ex post et conduire à une utilisation frauduleuse des capitaux levés par les actionnaires.

Par ailleurs, il peut être onéreux pour la banque d'assurer la surveillance des dirigeants d'entreprises. Le mécanisme des garanties et des contrats financiers réduit les

¹ Demirgüç-Kunt A. et Levine R. (2008), "Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth", *The World Bank Working Paper*, No. 11, p 4.

² Stiglitz, J. (1985), "Credit markets and the control of capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 17, No. 2, May, pp. 133-152.

³ Diamond D. W. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, July, Vol. 51, No. 3, p 393.

⁴ Demirgüç-Kunt A. et Levine R. (2008), op cit, p 6.

⁵ Pollin J-P. et Jacquet P. (2008), "Systèmes financiers et croissance", Séminaire de Diversité des Systèmes Financiers Croissance, *MACROFI*, 22-23 Mai, p 4.

coûts de surveillance et favorise également le financement de projets rentables. Au fur et à mesure que la firme et la banque développent une relation de long terme, cela contribue à diminuer le coût d'acquisition de l'information pour une meilleure allocation des ressources¹.

d- Faciliter la mobilisation de l'épargne

Cette fonction assure aux ménages les opportunités pouvant leur permettre de diversifier leurs portefeuilles, de réaliser des investissements rentables et d'assurer une augmentation de la liquidité des actifs². Le système financier a pour autre fonction de faire bon usage de l'épargne disponible en le dirigeant vers les investisseurs les plus productifs. Pour de faire, les banques doivent, en particulier, réduire l'incertitude des épargnants en diversifiant les risques de liquidités.

La capacité des institutions financières à mobiliser de nouvelles ressources et, en particulier, à collecter l'épargne monétaire découle principalement de l'adaptation des modalités des services d'épargne aux contraintes des demandeurs et de l'environnement³. La mobilisation de l'épargne a un impact positif sur le volume de l'accumulation du capital, elle améliore également l'allocation des ressources et stimule l'innovation technologique. Les systèmes financiers les plus efficaces dans la mobilisation de l'épargne affectent favorablement la croissance économique.

e- Faciliter l'échange des biens et services

Le système financier facilite les échanges de biens et services en réduisant les coûts de transaction et d'accès à l'information, associés à ces échanges⁴. Par cette fonction, les intermédiaires financiers facilitent la spécialisation, l'innovation technologique et la croissance. Le lien entre ces variables (facilitation des transactions, spécialisation, innovation et croissance économique) était un élément crucial pour Adam Smith (1776). Ainsi, il affirme que la division du travail ou spécialisation est le facteur principal de l'amélioration de la productivité. Vu les coûts élevés des transactions, les contrats financiers susceptibles de les réduire favorisent une plus grande spécialisation, une augmentation de la productivité et une croissance économique acceptable⁵.

¹ Kpodar K. (2003), op cit, p 5.

² Levine R. (1997), op cit, p 699.

³ Doligez F. (2004), "Comment concevoir et apprécier L'impact dans le domaine de la microfinance ?", IRAM-F3E, juin, p 2.

⁴ Pollin J-P. et Jacquet P. (2008), op cit, p4.

⁵ Levine R. (1997), op cit, p 700-701.

Bien que, tous les systèmes financiers assurent ces fonctions financières et que chacune de ces dernières puisse avoir un impact sur la croissance économique, il existe une grande différence quant à la manière dont sont assurées ces fonctions. Trois caractéristiques principales des systèmes financiers déterminent l'impact de ces cinq fonctions sur la croissance économique¹: (i) le niveau de l'intermédiation financière, (ii) l'efficacité de l'intermédiation financière et (iii) la composition de l'intermédiation financière.

- **Le niveau de l'intermédiation financière** : La taille des systèmes financiers relatifs à une économie est importante pour chacune des fonctions citées ci-dessus. En effet, un système financier efficace permet d'allouer l'exploitation des économies d'échelle. Il peut également atténuer les contraintes de crédits et ce, en raison du rationnement du crédit. Ainsi, un système financier efficace doit être plus effectif dans l'allocation du capital et le contrôle de l'utilisation de fonds qui sont significatifs pour les économies d'échelle dans cette fonction. Plus généralement, le système financier joue une fonction importante dans la transformation et la réallocation des risques dans une économie.

- **L'efficacité de l'intermédiation financière** : Les canaux liant la taille du système financier à la croissance assument effectivement la qualité élevée de l'intermédiation financière. Toutefois, l'efficacité des systèmes financiers ne peut être particulièrement admise que si l'information acquise est une de ses fonctions principales.

- **La composition de l'intermédiation financière** : Deux modifications importantes dans la composition de l'intermédiation financière sont liées à la maturité du financement disponible et à la croissance des marchés de capitaux et des investisseurs institutionnels comme les fonds de pension et les compagnies d'assurance. D'un côté, la maturité des prêts et des dépôts affecte positivement l'ampleur de certains investissements ; de l'autre, le remplacement des banques par les marchés semble être un résultat du changement des coûts d'intermédiation.

1.1.2 Les caractéristiques du système bancaire et financier dans les pays en développement

Les systèmes bancaires et financiers des pays en développement ont été, pendant longtemps, caractérisés par toutes les formes d'intervention étatique et de gestion

¹ FitzGerald V. (2006), "Financial Development and Economic Growth: A Critical View", *World Economic and Social Survey*, March, p 4-6.

administrative, ce qui a entravé leur développement et leur adaptation aux systèmes financiers des pays développés.

Les principales caractéristiques des systèmes financiers dans les pays en développement peuvent être résumées comme suit : (i) les systèmes financiers formels dans ces pays se composaient, après la deuxième guerre mondiale, d'un nombre limité d'institutions financières dont la propriété revenait, la plupart du temps, aux étrangers. Ces institutions qui avaient des agences dans les grandes villes seulement, ne finançaient que les grandes entreprises et ne permettaient pas, ainsi, aux entreprises exerçant dans les régions rurales d'obtenir un financement. Cela a été à l'origine de la marginalisation de toutes les autres régions, d'où l'inefficacité des systèmes financiers dans ces pays. (ii) La présence d'un secteur financier informel composé de commerçants et de courtiers qui offraient aux petits agriculteurs des crédits pour financer leurs projets et obtenaient, ainsi, des taux d'intérêt plus élevés par rapport à ceux du secteur financier formel. (iii) la présence, à côté du secteur financier formel, d'un autre informel plus développé, a constitué un phénomène de *dualité financière* qui a beaucoup nui au premier cité. Ces deux secteurs (formel et informel) diffèrent l'un de l'autre dans les modalités de la détermination des taux d'intérêt. Dans le secteur formel, les taux d'intérêt se déterminent de façon administrative et centralisée, ces taux restent fixes pendant de longues périodes et ne sont pas liés aux changements que connaît le marché du fait de l'interaction de l'offre et de la demande et, donc, ne reflète pas la situation réelle du marché. Tandis que les taux d'intérêt dans le secteur informel sont déterminés selon l'offre et la demande existantes ; ils sont généralement élevés par rapport aux taux déterminés par le secteur formel. (iv) La non diversification des instruments financiers et services proposés par les systèmes financiers dans les pays en développement ce qui pousse les épargnants et investisseurs à s'orienter vers le secteur informel. (v) Le manque de culture bancaire est source de suspicion chez les gens (individus) ; du coup, les relations sont faussées et les transactions avec les banques sont limitées, ce qui conduit à une diminution de l'épargne et, par là même, à une limitation de la capacité des banques à offrir les crédits. (vi) Les informations ventilées au compte-goutte ou, parfois, non disponibles dans les systèmes financiers des pays en développement influent beaucoup sur les décisions des épargnants et investisseurs en

matière de transactions. (vii) L'inefficacité des politiques monétaires, la fragilité de la gestion administrative et le manque de contrôle sur le système bancaire.

1.2 La répression du système bancaire et financier dans les pays en développement

Introduit dans la théorie économique par McKinnon (1973) et Shaw (1973) et approfondi, notamment, par Fry (1982, 1988), le concept de répression financière fait référence, selon McKinnon (1993), à une économie dont l'activité est fortement biaisée par des interventions strictes et stériles du gouvernement sur les flux nationaux et internationaux de capitaux ainsi que sur l'ensemble du système financier¹.

1.2.1 Définition du concept de répression financière

La « répression financière », notion proposée par McKinnon (1973) et Shaw (1973), correspond à une situation dans laquelle le secteur financier est géré d'en haut et, par conséquent, grandement desservi par des interventions « administratives » visant le financement des déficits publics et la subvention des secteurs prioritaires dans la mesure où celles-ci sont assez souvent stériles et peu appropriées aux situations. Selon McKinnon et Shaw, en obligeant les banques et les institutions financières à pratiquer des taux d'intérêt bas et parfois négatifs, la répression financière décourage l'épargne et nuit à l'accumulation du capital productif.

En général, on parle de « répression financière » chaque fois que le système financier doit obéir à une réglementation stricte et faire face à des restrictions multiformes imposées par le gouvernement concernant les activités des institutions financières.

Voici quelques unes des multiples contraintes imposées au système financier²:

- La fixation administrative des taux d'intérêt nominaux, sur les crédits et les dépôts, à des niveaux très bas (inférieurs à ceux du marché) * ;
- L'octroi de crédits à des secteurs déterminés, avec des taux préférentiels pour certains d'entre eux ;

¹ Bernou N., et Grondin M. (2001), "Réconciliation entre libéralisation financière et croissance économique dans un système fondé sur la banque", *Centre National de la Recherche Scientifique*, Université Lumière Lyon 2, *Working Paper*, No. 01-12, p 4.

² Andrew A. W. (2006), "The stock markets: between the imperatives of economic transformation and financial liberalization and their requirements of development ", *Dar Al-Fikr Al Jamiai*, Alexandria, Egypt, p 196-195 (Reference in Arabic).

* La fixation administrative des taux d'intérêt bas est la caractéristique principale d'une économie financièrement réprimée. Elle permet à l'Etat de se financer à moindre coût ; en contrepartie, elle entraîne une diminution du niveau de l'épargne et de l'investissement.

- L'imposition d'une taxe élevée sur le secteur bancaire par le biais d'une détermination exagérée des taux des réserves obligatoires ;
- L'obligation faite par les pouvoirs publics aux entreprises financières d'acheter les titres financiers publics avec un faible rendement ;
- L'imposition de contraintes rigoureuses sur la liberté d'entrée dans le système financier en général, et le secteur bancaire en particulier ;
- L'imposition de contraintes rigoureuses sur la volatilité des capitaux internes et externes et ce afin de protéger le système financier.

La politique du plafonnement des taux d'intérêt nominaux à des niveaux bas peut entraîner des taux réels négatifs avec un effet défavorable sur l'épargne financière et les décisions d'investissement. McKinnon (1982) affirme que l'une des raisons de la répression financière est de donner au gouvernement le pouvoir de contrôle permanent des déficits fiscaux. Cho (1986)¹ justifie la répression financière par le fait que plusieurs pays en développement ont mal développé les marchés des actions couplées par la prépondérance des prêts bancaires dans le financement des entreprises.

Comme le souligne Dornbush et Reynoso (1989)², un système financier réprimé, spécifiquement si le taux d'inflation est fort et instable, se caractérise par le sous-développement et/ou le rendement négatif et instable de l'épargne enregistrés dans les canaux d'épargne. De leur côté, les intermédiaires financiers qui collectent l'épargne n'assurent pas une allocation optimale des ressources et les politiques financières découragent l'investissement par les entreprises.

Un autre argument en faveur de la répression financière est fondé sur l'imperfection de l'information, caractéristique de la plupart des pays en développement³. Stiglitz (1993)⁴ affirme que l'utilisation des restrictions des taux d'intérêt et sa détermination à des niveaux faibles réduit l'épargne et semble être nuisible à la croissance économique.

¹ Cho, Y. J. (1986), "Inefficiencies from Financial liberalization in the Absence of Well- Functioning Equity Markets", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 18, No. 2, p 192.

² Dornbush R. et Reynoso A. (1989), "Financial Factors in Economic Development", *American Economic Review*, Vol. 79, No. 2, p 204.

³ Ayadi O. F., Adebite E. O. et Ayadi F. .S. (2008), "Structural Adjustment, Financial Sector Development and Economic Prosperity in Nigeria", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 15, p 320.

⁴ Stiglitz, J. E., Jaramillo-Vallejo J. et Park Y. C. (1993), "The Role of the State in Financial Markets", *World Bank Research Observer*, Annual Conference on Development Economics Supplement, p 14.

D'un autre côté, Roubini et Sala-i-Martin (1992) et De Gregorio (1993) mettent l'accent sur l'inflation qui constitue une taxe pour les détenteurs de monnaie, ce qui justifie la répression financière¹. De Gregorio (1993)², pour sa part, montre que l'inflation, liée au problème de la finance publique, réduit l'incitation à investir et, par conséquent, la croissance économique à long terme.

Le tableau (1.1) montre les différents critères de la politique de répression financière.

1.2.2 Les effets négatifs de la répression financière

Selon McKinnon et Shaw (1973), dans le cadre d'une économie financièrement réprimée, la fixation des taux d'intérêt au-dessous de leur valeur d'équilibre réduit l'épargne (baisse des dépôts bancaires) au profit de la consommation courante, fixe l'investissement au-dessous de son niveau optimal et détériore la qualité des investissements réalisés dans la mesure où les banques seront obligées de financer des projets liés à des secteurs à faibles rendements tels que le secteur agricole ou encore l'immobilier, etc. Ces mêmes auteurs confirment qu'un système financier en état de répression entrave sévèrement la croissance économique et ce, à cause du bas niveau de l'épargne plutôt qu'à cause du manque des opportunités d'investissement³.

Tableau 1.1 : Critères de la répression financière

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

Source : Ben Marzouka T. (2008), "Cours d'Economie Internationale", Institut de Financement du Développement du Maghreb Arabe, 26^{ème} Promotion, p45.

¹ Turunç G. (1999), "Développement du secteur financier et la croissance économique : le cas des pays émergents méditerranéens sur la période 1990-1995", *Revue Région et Développement*, No. 10-1999, p 105.

² De Gregorio J. (1993), "Inflation, Taxation and Long-Run Growth", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 31, No. 3, p 293.

³ Ayadi O. F. Adegbite E.O. et Ayadi F. S. (2008), op cit, p 319.

King et Levine (1993c)¹, quant à eux, précisent que la *politique de répression financière réduit les services proposés par le système financier aux épargnants, entrepreneurs et producteurs*. De ce fait, cette politique affecte négativement à la fois la sphère financière (*elle entrave l'innovation financière*) et surtout la sphère réelle (*elle affaiblit la croissance économique*). Par ailleurs, parmi les auteurs les plus critiques à l'égard de la répression financière, on peut citer, en particulier, M. J. Fry qui vient confirmer l'effet néfaste de la politique de répression financière sur la relance de l'activité économique. Selon Fry (1997)², le bas niveau des taux d'intérêts affecte négativement l'économie dans quatre sens :

- Il agit favorablement sur la consommation présente et affecte négativement l'épargne.
- Il encourage les agents à capacité de financement à détenir des actifs réels et les dissuade de déposer leurs fonds auprès des banques ou d'acheter des actifs financiers.
- Il pousse les investisseurs à s'endetter auprès du secteur bancaire et à privilégier les projets à forte intensité capitalistique étant donné le coût très faible de l'endettement.
- Il pousse les banques à ne financer que les projets les moins risqués et donc les moins rentables.

1.2.3 Les conséquences de la répression financière dans les pays en développement

Vu l'importance du système financier en tant que source de financement et élément primordial dans la croissance économique, les gouvernements des pays, notamment ceux en développement, ont choisi la politique de l'interventionnisme. A leurs yeux, celle-ci est la plus apte à gérer le processus du développement financier et de la croissance économique.

Dans les pays en développement, le régime de répression financière, est marqué, par un degré d'interventionnisme étatique excessif sur les activités économiques, bancaires et financière, notamment. Il est aussi marqué par le fort protectionnisme sur le commerce extérieur et par des contrôles tarifaires importants sur le marché de biens et services. Dans les économies de ces pays, en plus du problème de disponibilité du crédit, il y a celui de son allocation, en raison des coefficients élevés des réserves obligatoires imposées aux banques, de la spécialisation des agences de crédit et de

¹ King R. G. et Levine R. (1993c), "Finance, entrepreneurship, and growth: theory and evidence", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, No. 3, p 517.

² Fry M. J., (1997), "In favour of financial liberalization", *The Economic Journal*, Vol. 107, No. 442, May, p 755.

l'administration des intérêts sur les dépôts et les crédits. Passif, le système bancaire des dites économies, ne tire sa raison d'être qu'en tant que principal instrument des gouvernements en matière de réalisation de programmes planifiés, fût-ce au prix de taux de crédit très faibles, voire nuls et de taux d'intérêt réels négatifs sur les dépôts dans un environnement où l'inflation est élevée et instable.

La politique de répression financière avait pour conséquence négative la fragilité des structures juridiques et institutionnelles du système financier des pays en développement et le manque de transparence dans l'activité¹. Elle avait, également, des répercussions négatives sur la collecte de l'épargne financière de façon suffisante et efficace ; empêchant, par là, la réalisation de taux croissance économique acceptables. De même, en raison des faibles opportunités de financement par le secteur bancaire formel, en particulier, les entreprises économiques privées, la politique suivie dans ces pays, a contribué à la prolifération du secteur informel.

1.2.4 La nécessité de réformer le système financier : la libéralisation, solution à la répression financière

Vu les multiples effets négatifs engendrés par la politique de répression financière, plusieurs pays, dont l'Algérie, ont vu la nécessité de réformer tout le système économique. Cette réforme devait trouver d'autres alternatives en matière d'allocation de l'épargne domestique et de promotion de l'investissement étranger direct et indirect. La base de la nouvelle stratégie à mettre en place est la libéralisation financière, plus particulièrement, la libéralisation des taux d'intérêt, de sorte que l'efficacité et l'optimisation des ressources soit garantie.

La solution adoptée par les économistes consiste, donc, à maintenir une politique de libéralisation du système financier² qui réduit le coût de l'accès au financement externe et favorise le développement de l'activité économique. Autrement dit, la mise en place d'une telle politique permet d'abandonner le régime de répression financière, jugé néfaste. Dans plusieurs pays en développement, où la libéralisation financière a été un ingrédient des programmes d'ajustement structurel, l'objectif était de libérer l'économie de la répression financière³.

¹ Andrew A. W. (2006), op cit, p 196.

² Bernou N., Grondin M. (2001), op cit, p 5.

³ Ayadi O. F., Adegbite E. O. et Ayadi F. .S. (2008), op cit, p 319.

2. La libéralisation financière : fondements théoriques

Plusieurs travaux théoriques et empiriques ont affirmé que les contraintes imposées aux systèmes financiers par les gouvernements ont généré des répercussions négatives sur l'ensemble du système économique. Ils confirment, ainsi, qu'une économie libéralisée se développe plus rapidement qu'une autre en état de répression. A partir de la fin des années 80, plusieurs pays en développement ont été embarqués, dans un programme intense de réformes visant essentiellement la libéralisation financière et ce, afin de maximiser les bénéfices associés au libre système du marché. Ces réformes se composent de quatre fronts principaux¹: les politiques des taux d'intérêt, de crédits, d'investissement et, enfin, la politique monétaire. Vu que la libéralisation des mouvements des capitaux soulève le problème crucial de la bonne gestion financière de l'économie, les gouvernements desdits pays ont commencé, à partir des années 90, à lever les restrictions imposées sur les transactions commerciales².

2.1 Le concept de la libéralisation financière

Dans leur thèse, McKinnon et Shaw (1973) ont sévèrement critiqué la situation de répression financière et prôné la libéralisation comme solution de remplacement pour les pays en développement afin que ces derniers puissent réaliser une croissance économique durable. Selon eux, la libéralisation financière peut stimuler l'accumulation de l'épargne et donc permettre l'augmentation de l'investissement et de la croissance.

2.1.1 Définition de la libéralisation financière

La libéralisation financière est un processus impliquant un ensemble de mesures prises dans le but d'éliminer les restrictions imposées au secteur financier telles que la libéralisation du taux d'intérêt, l'élimination des restrictions imposées sur le compte de capital ou encore la réforme du secteur externe, etc. Elle a pour conséquence un accroissement significatif de la mobilité des capitaux entre pays et par conséquent un renforcement de la concurrence.

Elle doit avant tout favoriser le niveau d'épargne, en élargissant l'offre d'instrument d'épargne et en augmentant le rendement anticipé à travers des taux d'intérêt réels positifs ; elle assure, ensuite, l'efficacité des investissements. De même, les tenants de

¹ Arbeláez M. A. et Echavarría J. J. (2002), "Credit, Financial Liberalization and Manufacturing Investment in Colombia", *Inter-American Development Bank*, August, p 8.

² James H. (1999), "La libéralisation pourrait-elle faire marche arrière ?", *Revue Finance & Développement*, No. 36, Décembre, p 12.

la théorie de la libéralisation financière considèrent aussi les exigences de ratio de liquidités et de réserves obligatoires (autres instruments de la politique de répression financière) comme une taxe sur l'intermédiation financière qui accroît l'écart entre les taux d'intérêt sur les dépôts et ceux sur les prêts et réduit la taille du système financier¹. Ce processus suppose l'existence préalable d'un système financier en mesure de remplir des missions et des fonctions précises.

Considérée comme un instrument de réforme structurelle, la libéralisation du secteur financier peut accroître l'intermédiation bancaire. Cet accroissement de l'activité bancaire² peut entraîner la réduction des frais d'intermédiation entre prêteurs et emprunteurs grâce à la réalisation d'économies d'échelle, la facilité de l'accès des emprunteurs au fonds prêtables et enfin la diversification des risques.

Les différentes formes du processus de libéralisation financière sont les suivantes³:

- Libéralisation des taux d'intérêt (et suppression des plafonds imposés sur ces taux) en laissant les taux se déterminer selon l'offre et la demande ;
- Abandon de la politique sélective de crédit ;
- Assurance d'une liberté d'entrée et de sortie dans le marché bancaire ;
- Accroissement de l'utilisation des instruments indirects de la politique monétaire (les opérations d'open market) pour influencer sur l'offre monétaire ;
- Suppression des contraintes imposées sur le compte capital ;
- Garantie d'une forte structure judiciaire et financière.

Il est vrai que la libéralisation financière signifie l'abolition de toutes formes de répression financière imposées au système financier, mais cela ne veut pas dire, pour autant, l'absence totale de l'Etat dans l'économie ; en fait, l'Etat est toujours obligé d'exercer son contrôle sur les activités économiques et financières⁴. A cet effet, l'intervention de l'Etat dans le secteur financier peut être exercée dans plusieurs directions⁵: la supervision des banques pour des raisons prudentielles, La propriété

¹ Kpodar K. (2006), "Développement financier, instabilité financière et croissance économique : implication pour la réduction de la pauvreté", Thèse de Doctorat en sciences économiques, sous la direction de Guillaume Jeanneney Sylviane, Université d'Auvergne, p 83.

² Venet B. (1996), "Libéralisation financière et développement économique : une revue critique de la littérature", *CREFED-CERPEM*, Université Paris IX Dauphine, p 5.

³ Andrew A. W. (2006), *op cit*, p 198.

⁴ Andrew A. W. (2006), *op cit*, p 206.

⁵ Pill H. et Pradhan M. (1997), "Financial Liberalization in Africa and Asia", *Finance & Development*, June, p 8.

étatique de quelques banques et la place du gouvernement comme emprunteur majeur. Dans la même optique, Saoussen Ben Gamra (2006)¹ souligne que « *la libéralisation financière ne signifie pas l'absence de règles, bien au contraire, elle appelle à un accroissement de la supervision vu l'augmentation des risques potentiels* ». De même, Guillaumont et Kpodar (2004), ont recommandé qu'en termes de politique économique, le développement du secteur financier doit être encouragé, mais il est souhaitable qu'il soit le plus régulier possible. Cela signifie qu'une politique de libéralisation financière ne doit pas être menée dans n'importe quelle condition².

En résumé, la politique de libéralisation des services financiers a été conclue, par les gouvernements, comme une fin en soi, dans l'espoir d'apporter à leurs économies des avantages importants. Ladite politique est intéressante à plusieurs niveaux³:

- Premièrement, l'efficacité accrue du secteur financier due à une plus forte concurrence devrait se traduire par une réduction des coûts, une meilleure qualité et un choix plus vaste des services financiers ;
- Deuxièmement, la libéralisation devrait accroître les possibilités d'intermédiation financière et d'investissement et ce, grâce à une meilleure allocation des ressources entre les secteurs ainsi que de meilleurs moyens de gestion des risques ;
- Troisièmement, l'ouverture de l'économie va inciter les gouvernements à améliorer leur gestion macro-économique, leur intervention sur le marché intérieur du crédit et la réglementation et le contrôle du secteur financier.

2.1.2 Les objectifs de la libéralisation financière

Les objectifs de la politique de libéralisation du secteur bancaire peuvent être résumés comme suit : (i) allocation optimale de l'épargne locale et étrangère, ce qui permet de financer l'économie à travers l'augmentation des taux d'investissement ; (ii) possibilité d'atteindre des taux d'intérêt permettant d'équilibrer l'offre et la demande de

¹ Ben Gamra S. et Clévenot M. (2006), "Libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents : la prégnance du rôle des institutions", *CEPN CNRS Working paper*, Université Paris 13, No. 08, p 4.

² Eggoh C. J. (2008), "Développement Financier, Instabilité Financière et Croissance Economique : Un Réexamen de la Relation", Colloque du GDR CNRS 2989 « Economie du développement et de la transition », 3 et 4 juillet, p 7.

³ De Vauplane H. et Bornet J-P. (1998), "*Droit des marchés financiers*", Editions Litec, Paris, p 1010.

fonds prêtables ; et (iii) création d'une relation entre les marchés financiers locaux et étrangers pour attirer les fonds nécessaires au financement de l'investissement ;

Le tableau (1.2) montre les différentes mesures prises et les objectifs de la libéralisation financière concernant le système financier interne et externe.

2.1.3 Les formes de la libéralisation financière

Le contenu du concept de libéralisation financière peut être appréhendé à deux niveaux: volet interne et volet externe de la libéralisation.

2.1.3.1 Libéralisation financière interne

Celle-ci se traduit par :

- La libéralisation des taux d'intérêt bancaires (débiteurs et créditeurs) c'est-à-dire, l'abolition du système de détermination administratif ; une marge plus importante donnée aux banques dans la détermination des taux d'intérêt ;

Tableau 1.2 : Mesures et objectifs de la libéralisation financière

	Les mesures	Les objectifs
Système financier domestique	<ul style="list-style-type: none"> - Abolition du contrôle des taux d'intérêt ; - Abandon de l'encadrement du crédit ; - Développement de nouveaux produits de financement ; - Privatisation ; - Suppression des réserves obligatoires. 	<ul style="list-style-type: none"> - Meilleur accès au crédit ; - Plus grande efficacité de l'allocation des fonds ; - Mobilisation et utilisation plus efficace de l'épargne ; - Meilleure réponse à la demande ; - Encouragement des innovations ; - Adaptation du système domestique à la concurrence internationale.
Système financier étranger (Relation avec l'international)	<ul style="list-style-type: none"> - Abolition du contrôle de change ; - Ouverture du compte capital ; - Liberté d'établissement d'institutions financières étrangères (Banques, sociétés d'investissement...). 	<ul style="list-style-type: none"> - Création d'un marché efficace pour les titres privés et publics ; - Drainage de l'épargne étrangère.

Source : Ben Marzouka Tahar, op cit, p 45.

- L'abolition des politiques d'encadrement de crédits bancaires préférentiels à certains secteurs économiques jugés prioritaires ;
- La diminution des réserves obligatoires que les banques commerciales doivent sauvegarder auprès de la banque centrale ;
- L'allègement de la fiscalité sur les activités financières ;

- La libéralisation des conditions d'exercice des activités financières afin de stimuler la concurrence ; ouverture du marché aux institutions bancaires et non bancaires, élargissant, par là, la sphère financière.

2.1.3.2 Libéralisation financière externe

Cela concerne la libéralisation des activités financières ayant une relation avec l'extérieur, ce qui peut être résumé par les éléments suivants :

- L'abolition des contraintes imposées sur les transactions du compte capital et sur les comptes financiers de la balance des paiements ;
- L'assouplissement de la réglementation des changes, voir même son élimination pour les transactions courantes et/ou en capital ;
- L'abolition des contraintes imposées sur l'investissement direct, ce qui donne aux institutions privées, des facilités leur permettant de pénétrer le marché local.

Par ailleurs, selon *Ben Gamra et Clévenot (2006)*¹, le processus de libéralisation financière comporte trois aspects fondamentaux : la dérégulation du secteur financier interne, la libéralisation des marchés financiers et l'ouverture du compte de capital.

▪ **La libéralisation du secteur financier interne** : Elle concerne trois variables, à savoir, les taux d'intérêt, les crédits et réserves obligatoires et la concurrence bancaire.

i. La libéralisation des taux d'intérêt comporte l'élimination du contrôle, la fixation et le plafonnement des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs.

ii. La libéralisation des crédits concerne l'élimination du contrôle, leur orientation vers les secteurs prioritaires, le plafonnement des crédits pour d'autres secteurs et la réduction ou la suppression des réserves obligatoires.

iii. La libéralisation de la concurrence bancaire conduit à la suppression des limites entravant l'installation des banques domestiques et étrangères et leur participation ; de même, elle met un terme aux restrictions liées à la spécialisation des banques et à l'établissement des banques universelles.

▪ **La libéralisation des marchés financiers** : Elle supprime les restrictions privilégiant la détention par les investisseurs étrangers de titres des compagnies domestiques cotées sur le marché des titres comme elle élimine les contraintes au rapatriement du capital et au versement des dividendes, des intérêts et des bénéfices.

¹ Ben Gamra S. et Clévenot M. (2006), op cit, p 10.

▪ **L'ouverture du compte de capital** : Grâce à cette opération, les obstacles empêchant les banques et autres institutions financières d'effectuer des emprunts à l'étranger sont levés. Elle signe également l'arrêt du contrôle exercé sur le taux de change appliqué aux transactions relatives au compte courant et au compte capital et donne, enfin, le feu vert à la libéralisation des flux de capitaux.

2.1.4 Les étapes de la libéralisation financière

2.1.4.1 Libéralisation totale

Cette méthode se base sur l'application simultanée de toutes les étapes de libéralisation sans tenir compte de la nécessité d'application progressive. Les pays qui ont appliqué ce genre de libéralisation ont souvent été exposés à des crises bancaires et financières ; à l'exemple des expériences de l'Argentine et de l'Uruguay qui ont libéralisé, simultanément, les secteurs financiers interne et externe (libéralisation des taux d'intérêt bancaires, abolition des politiques de l'encadrement de crédits bancaires, libéralisation du commerce extérieur, etc.)¹. Cette libéralisation a eu des effets positifs sur l'investissement et la performance macroéconomique sur le court terme, mais, sur le long terme, elle a été marquée par de graves crises financières.

*Cho (1986)*² affirme qu'en l'absence d'un bon fonctionnement du marché des actions, la libéralisation totale du secteur bancaire ne réalise pas l'accumulation efficiente du capital.

Tableau 1.3 : Critères de la libéralisation financière totale

Système financier domestique	Marché boursier	Compte capital
<p><u>Les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs :</u> Il n'y a aucun contrôle sur les taux d'intérêts créditeurs et débiteurs.</p>	<p><u>Acquisitions de capitaux par les investisseurs étrangers :</u> Les investisseurs étrangers peuvent détenir des capitaux domestiques sans restrictions.</p>	<p><u>Financement externe :</u> Les banques et les sociétés peuvent recourir librement au financement extérieur.</p>
<p><u>Autres indicateurs :</u> Elimination de l'encadrement du crédit (également des subventions). Les dépôts de devises sont autorisés.</p>	<p><u>Rapatriement de capital, dividendes et intérêts :</u> Le capital, les dividendes et les intérêts peuvent être rapatriés librement dans un délai de deux ans à partir de l'investissement initial.</p>	<p><u>Taux de change et autres restrictions :</u> Aucune restriction imposée sur les transactions du compte courant ou du compte capital. Aucune restriction aux sorties de capitaux.</p>

Source : Ben Marzouka Tahar, op cit, p 51.

2.1.4.2 Libéralisation graduelle

¹ Andrew A. W. (2006), op cit, p 202.

² Cho, Y. J. (1986), op cit, p 192.

Elle correspond à l'application de la politique de libéralisation financière par étapes à toutes les restrictions imposées auparavant sur les activités économiques et financières. Contrairement à la libéralisation totale, celle appliquée graduellement peut avoir des effets positifs sur les économies et éviter les crises financières et économiques¹.

Tableau 1.4 : Critères de la libéralisation financière partielle

Système financier domestique	Marché boursier	Compte capital
<p><u>Les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs :</u> Contrôle partiel des taux d'intérêts créditeurs et débiteurs.</p>	<p><u>Acquisitions de capitaux par les investisseurs étrangers :</u> Les investisseurs étrangers peuvent détenir un taux déterminé des capitaux propres. Quelques restrictions sont imposées pour certains secteurs. Des investissements indirects sur le marché boursier sont autorisés comme le transfert international de capitaux.</p>	<p><u>Financement externe :</u> Les banques et les sociétés peuvent recourir librement au financement extérieur sous certaines conditions. Les réserves obligatoires sont fixées entre deux taux déterminés. Certaines restrictions sont imposées pour quelques secteurs spécifiques.</p>
<p><u>Autres indicateurs :</u> L'encadrement du crédit est effectué selon le degré de solvabilité de l'entreprise (subventions pour certains secteurs prioritaires). Les dépôts de devises ne sont pas autorisés.</p>	<p><u>Rapatriement de capital, dividendes et intérêts :</u> Le capital, les dividendes et les intérêts peuvent être rapatriés à partir de la deuxième année et ne doivent pas dépasser la cinquième année de l'investissement initial.</p>	<p><u>Taux de change et autres restrictions :</u> Des taux de change spécifiques sont imposés pour les transactions portant sur le compte courant et le compte capital. Quelques restrictions sont imposées aux sorties de capitaux.</p>

Source : Ben Marzouka Tahar, op cit, p 52.

Selon un rapport établi par la Banque Mondiale (1989) à propos du développement économique à travers le monde, la libéralisation du système financier doit suivre un rythme moyen, ni trop rapide ni trop lent. En effet, une libéralisation trop rapide pourrait entraîner de lourdes pertes aux entreprises alors qu'en cas de libéralisation trop lente, celles-ci seraient confrontées à des coûts surélevés face à la persistance de l'inefficacité financière.

2.2 Les travaux élaborés sur la libéralisation financière

2.2.1 Les travaux de McKinnon et Shaw (1973)

2.2.1.1 Les travaux de McKinnon (1973)

L'analyse de McKinnon est considérée comme une continuité de la théorie de Gurley et Shaw (1960) concernant le rôle central que joue l'intermédiation financière dans l'allocation des ressources et l'orientation de l'épargne vers l'investissement.

¹ Andrew A. W. (2006), op cit, p 203.

McKinnon a montré, dans son modèle, que le taux d'intérêt réel sur les dépôts est l'élément essentiel. Il justifie la diminution des niveaux d'épargne dans les pays en développement par les restrictions imposées au système financier par les gouvernements de ces pays. En outre, dans son analyse, McKinnon souligne que la constitution de l'épargne financière joue un rôle fondamental ; celle-ci constitue un préalable incontournable à tout investissement qui détermine la croissance économique.

McKinnon considère que nombre d'économies en voie de développement, qualifiées de « fragmentées », sont victimes de distorsions profondes et durables dans leur fonctionnement. Cette fragmentation équivaut à une situation de non existence d'intégration géographique des marchés. Dans cette situation, tous les secteurs économiques se basent sur l'autofinancement de leurs investissements. Cet auteur a, ainsi, souligné l'importance de l'indivisibilité des investissements dans le cas où épargnants (ménages) et investisseurs se confondent dans l'autofinancement. Dans ce cas, la monnaie et le capital physique deviennent complémentaires ; autrement dit, si le rendement réel de la détention de monnaie augmente (grâce à un système financier plus compétitif et plus développé), alors une part significative des occasions d'investissements sera autofinancée.

2.2.1.2 Les travaux de Shaw (1973)

Suite aux travaux de McKinnon (1973), E. Shaw a publié en 1973 son livre intitulé "*Financial Deepening in Economic Development*". Dans ce livre, il a montré que le développement financier est une condition nécessaire pour réaliser un niveau de croissance économique élevé ; cela passe obligatoirement par l'abandon des politiques de répression financière. Dans ce contexte, la libéralisation financière consiste à faire tendre les marchés financiers vers la perfection. L'analyse de Shaw ne souffre donc d'aucune ambiguïté ; elle montre clairement les effets négatifs de l'interventionnisme de l'Etat (politique de répression financière), notamment en ce qui concerne l'allocation des ressources. Shaw a abouti aux mêmes conclusions que McKinnon ; il a conclu que la répression financière est nuisible à la croissance économique et la libéralisation financière (qui se traduit par une augmentation des taux d'intérêt réels) ouvre la voie à de meilleures allocations de l'épargne en élargissant et en diversifiant les marchés financiers sur lesquels les opportunités d'investissement se font concurrence pour obtenir le flux d'épargne. Les deux auteurs mettent l'accent sur le rôle central des

intermédiaires financiers qui, dans le cadre d'un marché financier parfait, sont susceptibles d'assurer une allocation optimale des ressources.

En définitive, on peut avancer que McKinnon et Shaw (1973), étaient contre la répression financière qui a caractérisé la majorité des pays en développement, durant les années 50 et 60. Ils lui préfèrent la libéralisation financière dont l'objectif central est de lever toutes les restrictions imposées par les gouvernements quant au fonctionnement des banques et des institutions financières, à l'exemple des plafonnements des taux d'intérêt, de l'encadrement des crédits, et du maintien des réserves obligatoires très élevées. Ces restrictions constituant un obstacle de taille pouvant empêcher le développement financier.

2.2.1.3 Autres travaux sur la libéralisation financière

Depuis la contribution des deux pionniers (McKinnon et Shaw 1973), plusieurs économistes ont, par la suite, tenté de vérifier la validité de leurs thèses, selon lesquelles un système financier libéralisé joue un rôle positif dans le financement de l'économie. La première génération de ces économistes *Kapur (1976)*, *Galbis (1977)*, *Mathieson (1979, 1980)* s'attache à mobiliser les contributions de McKinnon et Shaw qui ont apporté de nouveaux fondements au concept de libéralisation financière. Quant à la seconde génération *Roubini et Sala-i-Martin (1992)*, *King et Levine (1993)* et *Pagano (1993)*, elle s'est efforcée à poursuivre les recherches entamées par les prédécesseurs et a essayé de faire apparaître les inconvénients que présente la répression financière sur l'économie d'un pays et les avantages que peut apporter la libéralisation financière.

En somme, les conclusions des différents travaux qui ont suivi ceux de McKinnon et Shaw sont identiques à leurs devanciers : le secteur financier doit pouvoir fonctionner dans un environnement concurrentiel parfait de manière à assurer l'allocation optimale de l'épargne et favoriser l'investissement ; ceci permet de stimuler la croissance économique du pays.

2.3 Les critiques de la politique de libéralisation financière

Plusieurs travaux ont considéré que la politique de libéralisation financière est une solution à la répression financière, jugée néfaste pour n'importe quelle économie du fait qu'elle entrave le développement du système bancaire et financier. Par contre, plusieurs critiques ont été avancées sur cette politique de libéralisation, à l'instar de J. Stiglitz qui considère que les marchés financiers ne sont pas efficaces et qu'il existe ce qu'il a

appelé l'imperfection des informations. Les plus importantes critiques sont celles avancées par les Post-Keynésiens et les Néo-Structuralistes.

2.3.1 Les critiques des néo-keynésiens

A leur tour, les post-keynésiens ont critiqué la théorie de la libéralisation financière des néoclassiques. Pour ces derniers, les marchés ne sont pas nécessairement auto-équilibrés, ce qui a pour conséquence de maintenir un faible taux d'intérêt qui peut réduire les coûts de l'investissement et accroître la production par la suite. *Burkett et Dutt (1991)*¹ ont traité l'effet de la libéralisation financière dans le contexte d'une économie caractérisée par un sous emploi de ses capacités de production. Dans une étude empirique effectuée par ces deux auteurs sur le Chili, ils ont trouvé que sous des conditions de sous emploi des capacités de production, la politique de libéralisation financière ne produit que des impacts négatifs sur la croissance économique. Ils ont montré que le processus de libéralisation n'a pu stimuler ni les niveaux d'investissement ni la croissance économique. Ainsi, bien que la libéralisation financière ait un effet sur l'épargne, celle-ci est, plutôt, orientée sur des activités moins productives telles que la spéculation sur les marchés d'actions et l'importation de biens de consommation de luxe.

2.3.2 La libéralisation financière et l'inefficience des marchés financiers

L'approche de McKinnon et Shaw est fondée sur l'hypothèse implicite que le marché financier est un marché parfait, or lorsque les marchés sont imparfaits et qu'ils subsistent des phénomènes importants d'asymétrie d'information (aléa moral et sélection adverse), la libéralisation financière peut s'avérer inefficace ou même néfaste pour la croissance économique. Dans ce contexte, Stiglitz et Weiss (1981) ont montré que le taux d'intérêt que l'emprunteur est disposé à payer constitue un véritable signal pour la banque. En effet, il renseigne l'intermédiaire sur la probabilité de défaillance de l'emprunteur : plus ce dernier est disposé à payer un taux d'intérêt important, plus son investissement est risqué et donc plus sa probabilité de défaillance est élevée. Ainsi, au fur et à mesure que le taux d'intérêt réel prêteur s'accroît, le risque moyen des

¹ Burkett, P. et Dutt, A. K. (1991), "Interest Rate Policy, Effective Demand, and Growth in LDC's", *International Review of Applied Economics*, Vol. 5, No. 2, p 145.

emprunteurs augmente également et les profits bancaires anticipés diminuent en conséquence.

En raison, donc, des problèmes d'asymétrie d'information qui entraînent, en particulier, les phénomènes d'anti-sélection et d'aléa moral, Stiglitz a fortement critiqué la libéralisation financière et défendu la répression financière. Il a soutenu que la baisse du taux d'intérêt est le garant d'une meilleure qualité de demandeurs de crédits et que la répression financière accroît la rentabilité des entreprises puisqu'elle leur permet de se financer à faible coût.

2.3.3 Les structuralistes et le rôle du secteur financier informel

Contrairement aux modèles néo-classiques (McKinnon et Shaw) qui défendent la hausse des taux d'intérêt, l'ouverture du compte du capital, la dérégulation du système bancaire et financier et le retrait de l'intervention publique ; et estiment que la libéralisation financière est un moyen efficace pour accélérer la croissance économique des pays en développement, les modèles néo-structuralistes (Taylor 1983, Van Wijnbergen 1983), contestent le bien-fondé de cette politique. Ces nouveaux modèles soulignent l'importance du maintien des taux d'intérêt à un niveau faible pour relancer l'investissement, défendent la régulation interne pour éviter les placements spéculatifs des ressources collectées, s'opposent à une ouverture financière complète pour protéger l'économie des risques de change et défendent le rôle actif et régulateur de l'Etat.

Les critiques néo-structuralistes reposent sur deux hypothèses fondamentales, à savoir, l'efficacité du secteur informel dans l'allocation des ressources et la constitution des réserves obligatoires par le secteur bancaire qui représente selon Kapur (1992) un gage de liquidité à court terme et donc accroît la sécurité du système bancaire. Elles ont mis en évidence les effets négatifs d'une hausse des taux d'intérêt, conséquence directe de la libéralisation financière.

2.4 Les conditions préalables à la réussite de la libéralisation financière

Sous l'égide des organisations internationales (FMI et Banque Mondiale) et l'impulsion de la puissante vague de transactions financières internationales, la libéralisation financière, imposée à certains pays en développement, est devenue de plus en plus une exigence incontournable, non seulement pour sortir du régime souvent réprimé mais aussi pour combler leur déficit extérieur et amorcer une croissance et un

développement durable. En outre, il reste encore difficile d'identifier les conditions financières, institutionnelles et économique-politiques communes et universelles pour mener à bien une politique financière libérale, vu la particularité et la spécificité du système financier de chaque économie.

Plusieurs auteurs supposent l'existence d'un ensemble de conditions pour que la libéralisation financière puisse atteindre les objectifs qui lui sont assignés. Selon McKinnon et Shaw, la réussite du processus de libéralisation financière dépend de la vérification des trois hypothèses suivantes : (i) l'approfondissement effectif du secteur financier, (ii) l'instauration d'une relation positive entre les taux d'intérêt et l'épargne, (iii) la complémentarité parfaite entre encaisses monétaires et investissements.

Ce même auteur (McKinnon) a souligné, en 1991, qu'un contrôle monétaire et budgétaire doit intervenir avant d'entamer des politiques de libéralisation financière¹. Selon Fry (1997), l'expérience internationale indique qu'il y a cinq conditions préalables à la réussite de la libéralisation financière²:

- Une régulation prudentielle adéquate et une supervision des banques commerciales ;
- Un degré raisonnable de stabilité des prix ;
- Une discipline fiscale qui assure l'assouplissement de la dette publique et permet d'atténuer les pressions inflationnistes dues au financement du déficit budgétaire.
- Une maximisation du profit et l'adoption d'un comportement compétitif par les banques commerciales ;
- Un système fiscal qui n'impose pas de mesures discriminatoires implicites ou explicites sur l'activité des intermédiaires financiers.

En somme, plusieurs conditions sont nécessaires à la réussite des politiques de libéralisation financière. Parmi les conditions initiales, on peut retenir les suivantes³:

- Une structure macroéconomique stable caractérisée par la diminution des taux d'inflation et du déficit budgétaire du pays ;
- Une structure institutionnelle, organisationnelle et judiciaire adéquate ;

¹ McKinnon R. I. (1991), "Financial Control in the Transition from Classical Socialism to a Market Economy", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5, No. 4, (Autumn, 1991), p 121.

² Fry M J (1997), op cit, p 759.

³ Andrew A. W. (2006), op cit, p 199-205.

- Une libéralisation partielle du secteur financier domestique et étranger accompagnée du contrôle étatique.

Lorsque ces conditions sont réunies, il reste à déterminer l'ordre d'adoption des réformes financières ainsi que leur vitesse au sein de chaque économie. L'accord des économistes concerne quatre séquences de la libéralisation financière (tableau 1.5)¹ : la première et la seconde séquence ont trait respectivement à la libéralisation du secteur réel domestique et à la libéralisation du secteur financier local. La troisième et la quatrième séquence, pour leur part, se rapportent respectivement à la libéralisation des opérations courantes et à la libéralisation des mouvements de capitaux.

Tableau 1.5 : Les étapes de libéralisation économique et financière

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

Source : Amaira B. (2006), "Les conditions préalables à la réussite des réformes financières au sein des pays émergents", *23èmes Journées d'Economie Monétaire et Bancaire*, Lille, 22 et 23 juin, p 4.

Donc, la réussite de la politique de libéralisation financière considérée comme essentielle pour la réalisation du projet d'intégration économique entre les différents blocs et, par conséquent, elle est essentielle à la croissance économique, est tributaire des conditions initiales et d'un ordonnancement optimal à respecter. De plus, afin que la libéralisation soit la plus fructueuse possible, il est important de déterminer avec précision le rythme à lui imprimer en fonction des spécificités du pays qui veut l'appliquer, le choix étant permis entre une libéralisation rapide et totale et une autre partielle et progressive.

¹ Amaira B. (2006), "Les conditions préalables à la réussite des réformes financières au sein des pays émergents", *23èmes Journées d'Economie Monétaire et Bancaire*, Lille, 22 et 23 juin, p 4.

Section 2. Fondements théoriques de l'IF : apparition et développement

L'intégration financière croissante des pays en voie de développement au marché international des capitaux était mue essentiellement par la croissance économique, la stimulation de l'investissement et l'assurance de la stabilité macroéconomique et financière. Néanmoins, cette intégration financière peut avoir des répercussions négatives sur l'économie en provoquant des turbulences des marchés de capitaux internationaux et une volatilité du marché de change pouvant entraîner des déséquilibres macro-économiques.

1. Naissance et évolution de l'intégration financière

La notion d'intégration financière est apparue dans les années 1880 à l'ère de la multiplication du « contrôle des flux internationaux de capitaux ». Cette période précédant la première guerre mondiale (1914) est considérée un peu comme l'âge "d'or du libéralisme financier". Ainsi, *Einzig (1962)* estime que l'intervalle compris entre 1815 et 1914 correspond à un siècle de « *laissez-faire* dans la sphère du change ». Cette période aurait été marquée par l'absence de toute forme d'interventionnisme public sans que cela signifie qu'il y ait absence d'intervention en matière de direction des flux de capitaux ou, encore, sur le taux de change lui-même. En fait, avant 1914, un nombre de pays soutenaient régulièrement leur monnaie. En outre, durant ladite période (avant 1914), les flux internationaux de capitaux se faisaient selon trois formes principales : les emprunts étrangers, publics notamment, émis sur les grands marchés financiers (Londres, Berlin, Paris) ; les investissements directs à l'étranger qui acquéraient, au fil des années, une importance accrue avec le développement des firmes multinationales ; enfin, ce que Mira Wilkins a proposé d'appeler les « *free standing companies* », créées au niveau du pays où celles-ci émettent leurs titres, mais opérant dans un pays étranger.

Toutefois, c'est au début de la première guerre mondiale qu'a été enregistrée la première intervention massive de l'Etat sur les mouvements de capitaux, à l'exemple de l'Allemagne et de la France qui ont suspendu la conversion en or de leur monnaie, une manière de mieux contrôler les échanges de monnaie, et cela parce que les ressources extérieures s'épuisaient durant cette période de guerre. Par la suite, les contrôles économiques, qui ont commencé à être effectués immédiatement après la fin de la

guerre, se sont substitués aux contrôles des capitaux stratégiques imposés pendant la guerre. Cependant, la crise économique de 1929 a anéanti les efforts déployés durant les années précédentes en vue de rétablir le libéralisme financier d'avant-guerre. De nouveau, la seconde guerre mondiale allait imposer le recours à l'intensification des contrôles de capitaux afin de monopoliser des ressources nationales et de maintenir des taux d'intérêt faibles¹.

Aux lendemains de la seconde guerre mondiale, les contrôles mis en place pendant les années trente se sont poursuivis avant d'être, peu à peu, éliminés après la signature de l'Accord de Bretton Woods en 1944 et permettre, ainsi, le retour à la convertibilité des monnaies. Tous ces développements ont favorisé l'application graduelle des politiques de libéralisation des mouvements des capitaux à la fin des années soixante, notamment en Europe. Les autorités monétaires de nombreux pays ont continué à procéder de la sorte jusqu'à la fin des années quatre-vingt, au moins. D'ailleurs durant cette période, même les pays connus pour être traditionnellement plus libéraux ont eu recours à différents contrôles lors de tension à la sortie ou à l'entrée des capitaux. Ainsi, l'imposition et le retrait des contrôles sur les mouvements de capitaux dépendaient des tourbillons monétaires internationaux.

Cette alternance entre contrôle des capitaux et relâchement en fonction des soubresauts monétaires n'allait, toutefois, pas durer indéfiniment. Il fallait procéder, un jour où l'autre, au démantèlement des contrôles de capitaux car cela est indissociable du processus de libéralisation et de déréglementation financière qui ont poussé les Etats-Unis à agir en tant que leader. Il en est de même pour les processus d'intégration régionale ayant marqué les années quatre-vingt. Ce démantèlement a été entrepris par les pays de l'OCDE avec l'avènement de la déflation à cette époque. Et cette dynamique d'ouverture sur l'extérieur, de libéralisation financière et d'intégration régionale a été partout pareille. De ce fait, on a assisté à un approfondissement de la déréglementation bancaire dans la plupart des pays émergents et en développement à partir de la fin des années quatre-vingt et le début des années quatre-vingt-dix dont le corollaire a été la libéralisation des mouvements de capitaux et l'intégration économique entre les Etats.

¹ Flandreau M., et Riviere C. (1999), "La Grande 'RETRANSFORMATION' ? Contrôle de Capitaux et Intégration Financière Internationale, 1880-1996", *Revue du CEPII « Economie Internationale »*, No. 78, La Documentation Française, pp 12-23.

Ce tour d'horizon permet d'aboutir à quelques conclusions à divers niveaux. Sur le plan chronologique, il est possible de distinguer trois périodes. La première qui va jusqu'en 1914 a favorisé un libéralisme financier relatif puisque confronté à des obstacles sur les marchés obligataires imposés par des *vetos* politiques ou économiques, une taxation sur les mouvements de capitaux à court termes, ainsi que d'actions directes des banques centrales visant à restreindre ces mêmes mouvements. Le point de départ de la seconde période, coïncide avec la déclaration de guerre de 1914 et se poursuit jusqu'en 1958, date qui marque la fin du système de Bretton Woods et enregistre le retour de la convertibilité des comptes courants. La troisième période, enfin, qui correspond au récent retrait des contrôles sur les mouvements de capitaux, s'est déroulée dans les pays de l'OCDE et de l'Union Européenne, mais n'a véritablement pris une forme durable qu'à partir de la toute fin des années quatre-vingt. Toutes ces circonstances ayant caractérisé le monde économique ont contribué à l'accélération des processus de libéralisation et d'intégration financière, d'abord, en Europe et dans les pays anciennement industrialisés, puis, dans les marchés émergents et les pays en développement.¹

2. Définition de l'intégration financière

L'intégration financière au sens de processus a trait à la création alors qu'en tant qu'état de fait elle se rapporte à l'existence d'un marché unique des services financiers et des capitaux à court, moyen et long terme. La caractéristique principale de ce marché est l'unicité du prix pour les biens semblables. On ne peut parler d'intégration financière véritable sans qu'il y ait de libéralisation poussée. En d'autres termes, l'intégration financière ne peut être effective que si les restrictions inhérentes aux flux financiers entre les pays sont éliminées. Assez souvent, l'intégration est le résultat d'une harmonisation fondée sur des réglementations communes liées à des problèmes institutionnels et conceptuels.²

¹ Flandreau M., et Riviere C. (1999), op cit, pp 24-33.

² Caesar R. (1989), "L'influence de l'intégration financière sur la coordination des politiques économiques", *Travaux et Recherches de l'IFRI sur le thème « Europe 1992 : L'intégration financière »*, MASSON Editores, Paris, 1989, p 157-158.

Par définition, l'intégration financière régionale implique le rapprochement de deux ou plusieurs Etats liés par des accords préférentiels réciproques, fondés sur un ou plusieurs des éléments suivants¹:

- Accords Commerciaux Préférentiels (ACP) nécessitant l'application de tarifs plus bas entre les membres en matière d'importations comparativement à ceux en vigueur pour les autres pays qui ne font pas partie du groupe constitué ;
- Zone de Libre Echange (ZLE), un accord commercial préférentiel sans droits de douane sur les biens des Etats membres;
- Union douanière, une ZLE avec les mêmes droits de douane ou des droits communs sur les importations en provenance des pays non-membres;
- Marché Commun, une union douanière avec une libre circulation des facteurs de production;
- Communauté économique, un marché unique avec monnaie commune ou une union monétaire dans laquelle les politiques budgétaires et monétaires sont unifiées.

3. Les étapes du processus d'intégration financière

3.1 Les Accords Commerciaux Préférentiels (ACP)

La mise en place d'accords commerciaux préférentiels (ACP) par les gouvernements constitue une première étape vers une amélioration de l'accès de l'économie domestique aux marchés étrangers et, par là même, vers la concrétisation de l'intégration économique et financière². Au cours de ces dernières années, la multiplication rapide des accords commerciaux préférentiels (ACP) a été un élément majeur de la politique commerciale internationale.

3.2 La Zone de Libre Echange (ZLE)

C'est une zone dans laquelle les partenaires échangent librement leurs marchandises suite à la suppression des obstacles tarifaires et non tarifaires. La réglementation des échanges de produits avec le reste du monde reste du ressort des politiques commerciales nationales³. A l'intérieur de la zone de libre échange, les échanges de marchandises sont libérés entre les agents économiques (abolition des droits de douane).

¹ Maruping M. (2005), "Challenges for Regional Integration in Sub-Saharan Africa: Macroeconomic Convergence and Monetary Coordination", *The National, Regional and International Challenges Fondad, The Hague*, December, p 131.

² Schaub M. (2009), "Les accords commerciaux préférentiels dans la pratique : les défis posés par leur mise en œuvre", *La Vie économique Revue de politique économique*, No. 10-2009, p 16.

³ Rapport de la Commission de l'Union africaine (2011), "Etat de l'intégration en Afrique", Commission de l'Union Africaine, Juillet, p 15.

3.3 L'Union Douanière

Une Union Douanière est caractérisée par un processus démarré par les pays signataires à sa création. Outre la libéralisation des flux commerciaux par la suppression totale de tous les aspects compris par l'ALE, l'Union Douanière adopte une politique commerciale commune, c'est-à-dire, elle se base sur la fixation d'un tarif extérieur commun par rapport au reste du monde¹.

3.4 Le Marché Commun

Le marché commun résulte de l'ouverture de l'ensemble des marchés, à savoir : le marché des produits, le marché du travail et celui des capitaux. Il repose sur la libre circulation des personnes et des capitaux². Le marché commun correspond, donc, à une forme d'intégration économique qui va plus loin que la zone de libre échange.

3.5 L'Union Economique et Monétaire

L'union économique est considérée comme un complément indispensable à la possibilité de mettre en place une intégration monétaire. En plus des avantages offerts par le marché commun, cette union permet d'avoir une harmonisation des politiques économiques³. Par conséquent, cette forme d'intégration nécessite une régulation économique par le biais d'interventions étatiques. En outre, l'Union économique et monétaire représente la phase ultime de l'intégration économique. Elle comporte outre la mise en œuvre de politiques communes, la création d'une zone de parités fixes entre les partenaires et, éventuellement, la création d'une monnaie commune.

4. Les fondements de base de l'intégration financière

4.1 La globalisation financière

Selon *Masson (2001)*⁴, la globalisation peut être définie comme l'intégration accrue des économies, laquelle se traduit par une augmentation du commerce, des capitaux, des investissements et des flux migratoires. Bien qu'il existe de fortes augmentations du niveau de vie liées à la mondialisation, ces gains ne sont pas également répartis à travers le monde entier. Les mouvements de capitaux, les actifs financiers et les sociétés financières pour le reste du monde font partie de ce qu'on appelle le processus de globalisation financière.

↳ *Quels sont les effets de la globalisation financière sur la croissance économique ?*

¹ Rapport de la Commission de l'Union africaine (2011), op cit, p 16.

² Rapport de la Commission de l'Union africaine (2011), op cit, p 16.

³ Rapport de la Commission de l'Union africaine (2011), op cit, p 16.

⁴ Masson P. (2001), "Globalization: Facts and Figures", *IMF Policy Discussion Paper*, No. 01/4, October.

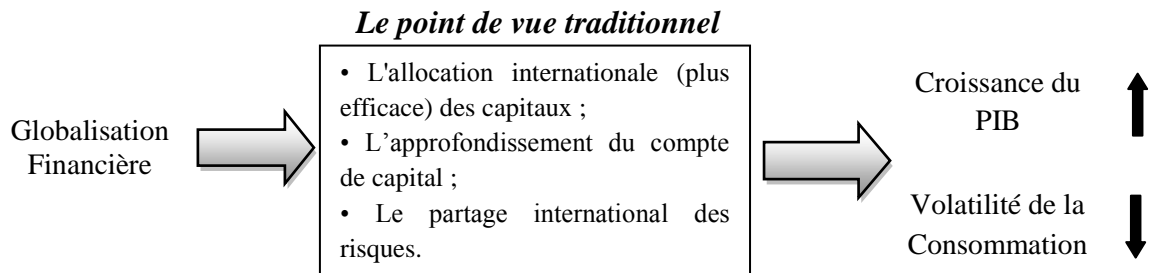
La récente vague de globalisation financière a véritablement commencé dans la moitié des années 1980 avec l'augmentation des flux transfrontaliers financiers entre, d'une part, les pays industrialisés et, d'autre part, les économies industrielles et celles en développement. Ce phénomène a été, surtout, stimulé par la libéralisation des mouvements de capitaux qui a apporté à ces pays de nombreux avantages en termes de meilleure allocation globale du capital et d'une amélioration des possibilités du partage international des risques.

*Kose, Prasad et al. (2006)*¹ ont présenté une nouvelle perspective synthétique sur les effets macroéconomiques de la globalisation financière, à la fois en termes de croissance et de volatilité. Les principaux points relatifs auxdits effets tirés de cette étude sont résumés dans la figure ci-après (figure 1.1). Celle-ci illustre l'existence de nombreux canaux (et avantages) à travers lesquels la globalisation financière peut agir positivement sur le taux de croissance du PIB et, en contrepartie, réduire la volatilité de la consommation et les risques de la survenance de crises. En outre, ces auteurs ont affirmé qu'il faut prendre en considération les seuils existant dans de telles relations pour obtenir de meilleurs résultats macroéconomiques de ce phénomène de globalisation financière. En parallèle, les auteurs de cette étude indiquent qu'il existe un certain nombre de canaux indirects par le biais desquels le phénomène de globalisation peut stimuler la croissance. En fait, celui-ci peut aider à promouvoir la spécialisation par le partage des risques sur les revenus, ce qui peut, à son tour, augmenter la productivité globale des facteurs ainsi que la croissance du PIB. De plus, les flux financiers peuvent favoriser le développement du secteur financier domestique et, en imposant des disciplines sur les politiques macroéconomiques, conduire à la mise en place de politiques plus stables. Le processus de globalisation financière se déroule plus harmonieusement lorsque la libéralisation des échanges précède l'intégration financière. Ainsi, c'est l'interaction entre la globalisation financière et cet ensemble de conditions initiales qui déterminent le niveau de la croissance économique et la volatilité.

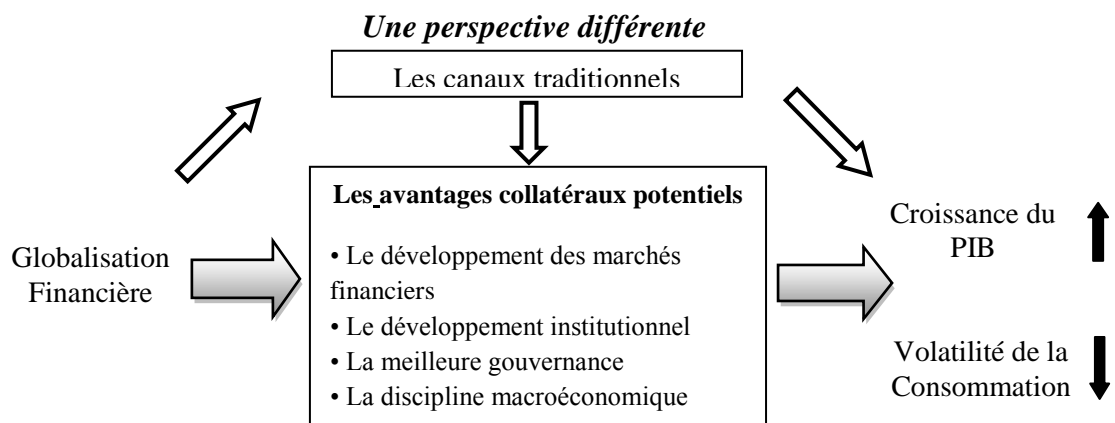
¹ Kose M. A., Prasad E., Rogoff K., et Wei S-J. (2006), "Financial Globalization: A Reappraisal", *IMF Working Paper*, No. 06/189, August, pp. 5-10.

Figure 1.1 : Effets de la globalisation financière sur la croissance économique

A- Deux opinions sur les effets de la globalisation financière dans les pays en développement

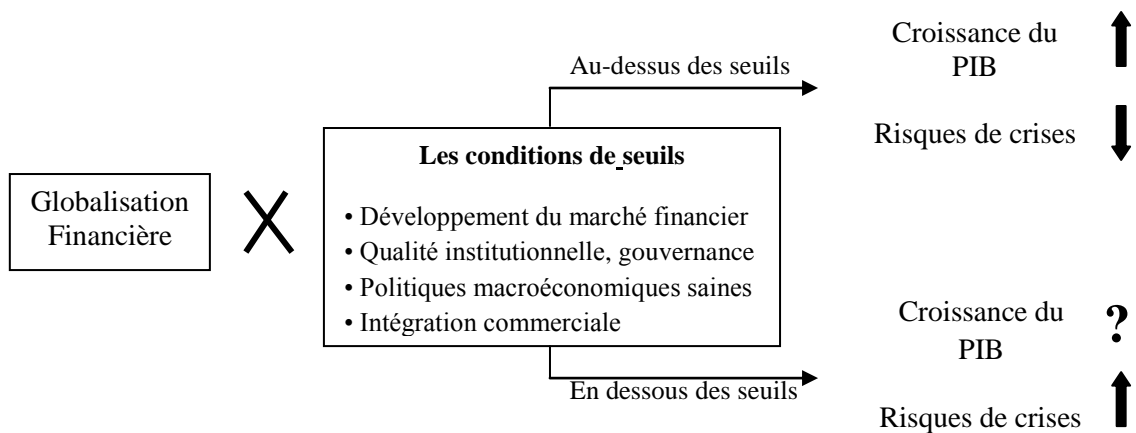


Le point de vue traditionnel met l'accent sur l'importance des canaux à travers lesquels la globalisation financière peut augmenter directement la croissance du PIB et de réduire la volatilité de la consommation.



En plus de l'impact des canaux traditionnels présentés dans la première partie ci-dessus, cette perspective fait valoir l'idée que pour certains avantages potentiels, le rôle de la globalisation financière peut être plus important dans l'augmentation de la croissance du PIB et la réduction de la volatilité de la consommation.

B- ... Mais il existe des effets de seuils



La globalisation financière conduit à de meilleurs résultats macroéconomiques lorsque certaines conditions de seuils sont atteintes.

Source: Kose M. A., Prasad E., Rogoff K., et Wei S-J. (2006), "Financial Globalization: A Reappraisal", *IMF Working Paper*, No. 06/189, August, p 6.

Le processus de libéralisation quasi complète des échanges de capitaux depuis le début des années 1980 a permis l'accroissement des flux internationaux de capitaux. En conséquence, le marché mondial a abondé en capitaux très peu contrôlés ; d'où une « globalisation financière » réalisée selon la « règle des 3 D » :

- *déréglementation* des mouvements de capitaux : absence quasi-totale de contrôles, de réglementations, ce qui a favorisé la circulation internationale des capitaux ;
- *décloisonnement des marchés* : possibilité d'intervention de tous les acteurs au niveau de tous les marchés existants vu que les différents marchés de capitaux ne sont plus séparés les uns des autres ;
- *désintermédiation* : les entreprises ont un accès direct aux marchés des capitaux sans passer par les intermédiaires traditionnels que sont les banques.

4.2 La libéralisation des échanges financiers et commerciaux

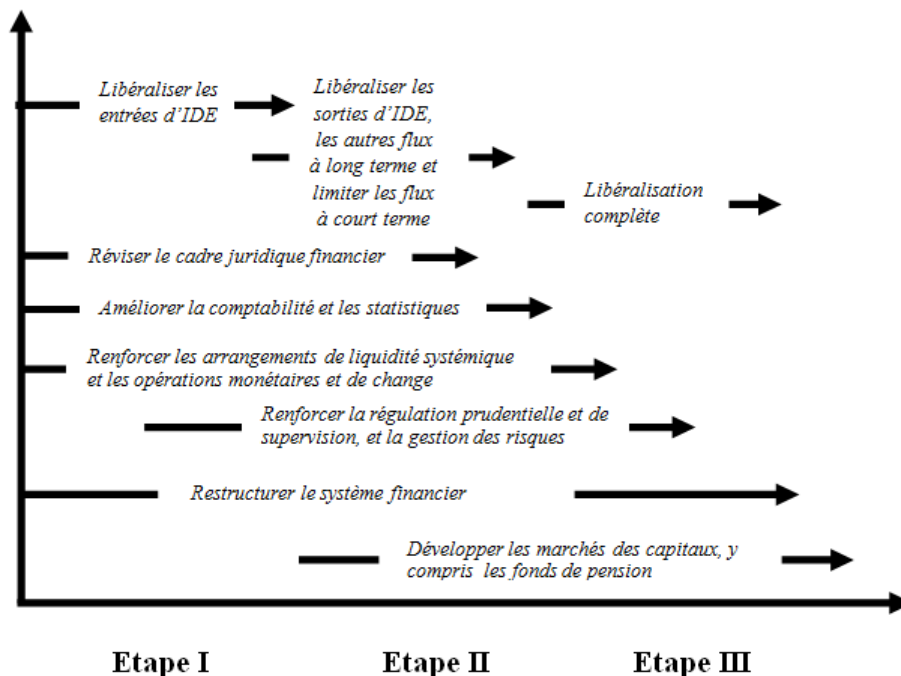
L'essor remarquable de l'intégration financière régionale et internationale -qui, sous l'effet de la libéralisation des mouvements de capitaux et de l'ouverture des marchés financiers, touche une partie des pays émergents- est considéré comme l'une des évolutions majeures de ces dernières années. En fait, les flux de capitaux ont connu une évolution importante et ont marqué un processus nouveau de « la globalisation financière ». Ce processus a apporté des gains substantiels considérables aux économies avancées et constitue l'un des facteurs clés d'une croissance économique soutenable dans les économies en développement.

La libéralisation des flux internationaux de capitaux est jugée favorablement par de nombreux économistes dans la mesure où elle assure, selon eux, un meilleur taux de rendement. Les flux de capitaux libres de restriction peuvent présenter plusieurs autres avantages, comme le note Feldstein (2000). D'abord, les flux internationaux de capitaux réduisent les risques pour leurs détenteurs en leur permettant de diversifier leurs prêts et investissements. De plus, l'intégration mondiale des marchés de capitaux peut contribuer à la diffusion de pratiques optimales en matière de gouvernement d'entreprise. Enfin, la mobilité des capitaux dans le monde limite la mesure dans laquelle les gouvernements peuvent mener de mauvaises politiques¹.

¹ Loungani P., et Assaf R. (2001), "L'investissement direct étranger est-il bénéfique aux pays en développement", *Finances et Développement*, Juin, p 6 et 7.

La figure (1.2) présente, de manière schématisée, les étapes que les pays doivent suivre pour libéraliser leurs systèmes financiers et leurs économies de façon générale.

Figure 1.2 : Représentation schématique d'un plan de libéralisation exhaustif



Source: Brockmeijer J., Marston D., and Ostry J. D. (2012), "Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows", *IMF Working Papers*, March, p 19.

5. Arguments en faveur de l'intégration financière

La théorie de l'allocation des ressources et celle monétaire constituent les principaux arguments en faveur de l'intégration financière. Selon la première, l'intégration des marchés financiers contribue, à long terme, à développer de manière plus efficace les ressources et les gains en matière de niveau de vie¹ pour les trois raisons suivantes :

- La liberté des mouvements des capitaux favorise une meilleure allocation de la monnaie, de l'épargne et de l'investissement réel ;
- Le démantèlement des restrictions aux mouvements de capitaux est un facteur complémentaire nécessaire à la libre circulation des biens et services. Celui-ci contribuera à réduire les coûts et les risques des transactions ;
- Dans un marché régional unique, l'intégration des marchés monétaires et des capitaux, fait accroître la concurrence entre les opérateurs d'autant plus qu'elle offre à ces derniers la possibilité de réduire les coûts grâce à un choix varié d'instruments. Un contexte pareil ne peut qu'entraîner une série d'effets dynamiques, à l'exemple de la

¹ Caesar R. (1989), op cit, p 160.

stimulation de l'épargne et de l'investissement réel ou de la capacité encore plus grande d'attirer les capitaux étrangers.

La théorie monétaire, quant à elle, part du principe que l'intégration financière est un préalable à toute intégration monétaire. Toujours est-il que la libéralisation totale et irréversible des mouvements de capitaux est incontournable si l'on veut construire une véritable union monétaire entre les pays.

Pour les Etats membres, l'intégration financière favorise le regroupement, lequel optimise les échanges grâce aux capacités des uns et des autres combinées, aux marchés ainsi qu'aux complémentarités pouvant exister entre eux. Cet accroissement des possibilités d'échanges pourrait être généré par¹: (a) l'élimination ou la réduction des obstacles au commerce et à l'investissement ; (b) l'encouragement et la facilitation des échanges commerciaux et/ou de l'investissement grâce à l'harmonisation de leurs réglementations ; (c) l'amélioration de l'efficacité de la production grâce à la spécialisation accrue et à l'intensification de la concurrence ; (d) la coordination des politiques macroéconomiques et monétaires compatibles.

6. Avantages de l'intégration financière

L'intégration financière peut avoir des répercussions positives sur les économies des pays. Ainsi, elle offre aux systèmes et marchés financiers des opportunités de diversification associées à un partage des risques*. De même, elle assure une meilleure allocation du capital et des ressources financières ; d'où la possibilité d'atteindre des niveaux plus élevés de croissance économique. Par ailleurs, l'intégration financière peut stimuler la concurrence, permettre un meilleur accès au marché (via le commerce), garantir un investissement et une production diversifiés, réaliser la stabilité socio-économique et politique, attribuer un pouvoir de négociation aux pays membres, coordonner les politiques économiques des pays de l'union et, enfin, développer les infrastructures et harmoniser les réglementations².

Toutefois, tous les avantages cités peuvent ne pas être répartis de façon équitable entre tous les pays. Bien au contraire, l'intégration financière risque de porter un coup à

¹ Report prepared for the Government of Egypt Ministry of Trade and Supply (1998), "EGYPT: Strategy for Regional Economic Integration", *Development Economic Policy Reform Analysis Project*, Sept., p. 6.

* Le partage des risques est un facteur déterminant de l'intégration financière ; il permet d'améliorer la spécialisation de la production et de diversifier les portefeuilles financiers.

² Maruping M. (2005), op cit, p 131.

l'efficacité des politiques internes, ce qui peut la rendre indésirable sur le plan national¹. Vue sous cet angle, l'intégration financière peut être une complication entre les pays membres dans la mesure où elle peut générer des conflits entre eux. Pour cette raison, le processus d'intégration financière peut être perturbé par des mesures restreignant les flux de capitaux. Il y a lieu de se demander si la coordination des politiques économiques est en mesure de réduire les inconvénients éventuels de l'intégration financière pour les pays concernés.

Section 3. Revue de littérature économique (1980-2012)

1. Les travaux de Feldstein-Horioka (1980)

La thèse de Feldstein-Horioka (F-H) est considérée comme un des plus importants *puzzles* en économie. Elle a provoqué d'innombrables débats sur la question liée aux mesures de l'intégration financière. En fait, ces auteurs ont publié, en 1980, un test sur l'intégration financière qui porte sur l'estimation de la corrélation entre l'épargne et l'investissement en respectant l'hypothèse selon laquelle la mobilité des capitaux est parfaite. F-H affirment que dans ce cas, « *il ne devrait y avoir aucun lien entre l'épargne domestique et l'investissement domestique car l'épargne dans chaque pays réagit aux opportunités d'investissement à l'échelle mondiale, tandis que l'investissement dans ce pays est financé par le pool du capital mondial* »².

Le test de F-H consiste donc à déterminer l'existence d'une corrélation entre l'épargne et l'investissement à partir de l'équation suivante :

$$\frac{I}{Y} = \alpha + \beta \frac{S}{Y} + \varepsilon$$

où I/Y représente le ratio d'investissement sur le produit intérieur brut (PIB). S/Y le ratio d'épargne sur le PIB. Le paramètre β est le coefficient qui a jusqu'alors retenu l'attention d'une abondante littérature. Ce coefficient de F-H (appelé aussi coefficient de rétention de l'épargne) permet d'évaluer le lien entre l'épargne domestique et l'investissement domestique. Certains auteurs le considèrent également comme le degré d'intégration financière. De nombreuses études empiriques montrent que sa valeur estimée est comprise entre 0 et 1, mais techniquement, comme le soulignent Flandreau

¹ Caesar R. (1989), op cit, p 161.

² Feldstein M., et Horioka C. (1980), "Domestic Saving and International Capital Flows", *The Economic Journal*, Vol. 90, p 317.

et Rivière (1999), rien n'empêche de trouver un paramètre estimé au-delà de cet intervalle¹.

Selon le test de F-H, sous l'hypothèse nulle que l'économie est fermée, *i.e.* sous l'hypothèse de très faible mobilité du capital, le coefficient β est unitaire. Inversement, dans un environnement économique caractérisé par une très forte mobilité de capitaux, le coefficient β prend une valeur faible, sachant qu'une hausse du taux d'épargne dans un pays donné entraîne une augmentation de l'investissement dans tous les autres pays. Dans un cas extrême, si l'intégration est complète, l'épargne et l'investissement ne sont pas corrélés et si les chocs résiduels sont indépendants, alors $\beta=0$. Travaillant sur une base de 16 pays* pour les années 1960-1974, Feldstein et Horioka trouvent un coefficient de 0.887. Ce coefficient (non significativement différent de 1) a conduit les auteurs à rejeter l'hypothèse d'intégration financière complète $\beta=0$.

En somme, la thèse de F-H a été initialement présentée comme une mesure simple de la mobilité internationale du capital pour déterminer l'importance de l'intégration financière dans la croissance d'une économie. Mais elle a montré aussi que cette intégration peut générer un grave problème de soutenabilité résultant des déséquilibres survenus entre investissements et épargne. Les résultats auxquels ont abouti les travaux de Feldstein-Horioka n'avaient, toutefois, pas fait l'unanimité puisque certains économistes, les trouvant un peu surprenants, avaient émis des doutes quant à leur pertinence. Selon ces derniers, le contenu analytique de la thèse en question faisait défaut. D'ailleurs, les relations entre épargne nationale et épargne extérieure peuvent créer un contexte de nature à contredire les résultats obtenus de manière empirique par les auteurs de la thèse citée plus haut. La non-mobilité impliquée par cette thèse peut n'être que la conséquence de la soutenabilité externe de l'économie.

Il est permis de dire que ce test de Feldstein et Horioka, à l'origine d'une montée de boucliers en raison des conclusions étonnantes auxquelles il a abouti (les auteurs ont fourni un résultat qui allait dans le sens d'une faible intégration mesurée), a eu le mérite de provoquer une série de réactions ayant grandement contribué au développement d'une littérature prolifique qui s'est attelée à réconcilier (au travers de l'amélioration de

¹ Fouquau J. (2008), "Modèles à changements de régimes et données de panel : de la non-linéarité à l'hétérogénéité", Thèse de Doctorat dirigée par Ben Salem M. et Hurlin C., Université d'Orléans, p 172.

* Les 16 pays sont : Allemagne de l'Ouest, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Finlande, Grèce, Irlande, Italie, Japon, Pays-Bas, Nouvelle Zélande, Suède, Royaume-Uni, Etats-Unis.

la rigueur du traitement statistique), l'estimation du paramètre β avec l'idée (fausse) que l'on se faisait du degré d'intégration financière. Deux courants se sont formés dans la « bataille littéraire » qui s'est engagée pour montrer le caractère aléatoire des résultats de cette thèse controversée. Le premier, intensif, représenté par *Obstfeld (1986)* ; *Dooley, Frankel et Mathieson (1987)* ; *Bayoumi (1990)* ; *Tesar (1991)* s'est surtout penché sur les lacunes de la méthode suivie par Feldstein et Horioka de manière à rectifier le tir en faisant baisser le coefficient d'intégration estimé. Plusieurs modifications ont été apportées par ces auteurs sur les données prises en considération par Feldstein et Horioka. Ainsi, ils ont modifié l'interprétation du paramètre β qui est, *a priori*, contenu entre les deux valeurs polaires 0 (complète intégration) et 1 (intégration nulle)*. Le second avec *Eichengreen (1992b)* ; *Zevin (1992)* et *Taylor (1995)* a développé l'approche de F-H. Ces auteurs ont tenté une mise en perspective historique des estimations du degré d'intégration. Cette étude pionnière a ouvert la voie à d'autres travaux qui ont apporté d'importants changements dans les niveaux d'intégration estimés¹.

2. Récente littérature sur l'intégration financière (1995 - 2012)

Depuis les travaux pionniers de *Feldstein et Horioka (1980)*, l'évaluation de la mobilité internationale du capital est régulièrement eu centre du débat économique (*Obstfeld 1986* ; *Frankel, Dooley et Mathieson 1987* ; *Bayoumi 1990* ; *Tesar 1991* ; *Eichengreen 1992b* ; *Zevin 1992* ; *Taylor 1995* ; *Coakley et al 1998*). L'intérêt porté à cet aspect s'est accentué dernièrement lors des phases successives d'intégration économique et de libéralisation financière. A ce niveau de l'analyse, la question suivante mérite d'être posée : « La mobilité du capital s'est-elle accrue récemment avec les levées de barrières douanières et/ou de constitution d'unions économiques, à l'exemple de l'Europe. Parmi les nombreuses études réalisées* et se rapportant à ce domaine figure celle de *Grilli et Milesi-Ferretti (1995)*² qui a examiné les effets économiques et les déterminants structurels du contrôle des mouvements de capitaux et

* Il convient de se demander quelle hypothèse est à vérifier car pour Feldstein et Horioka, l'estimation du β permet de tester l'hypothèse de parfaite mobilité de capitaux alors que pour Tesar (1991), cette estimation permet au contraire d'évaluer celle de l'immobilité du capital.

¹ Flandreau M., et Riviere C. (1999), op cit, pp 34 et 35.

* Un nombre important et croissant de travaux sont résumés dans l'annexe A.4.

² Grilli V., et Milesi-Ferretti G. M. (1995), "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls", *IMF Working Paper*, No. 95/31, March, pp 01-44.

ce en utilisant un panel composé de 61 pays développés et en développement. Les résultats auxquels a abouti cette étude montrent qu'il n'existe aucune corrélation robuste entre les restrictions imposées sur le compte de capital et la croissance économique.

D'un autre côté, *De Gregorio (1999)*¹ a analysé la relation entre l'intégration financière, le développement financier et la croissance économique sur un large éventail de pays développés et en développement. L'estimation en coupe transversale de nombreux indicateurs du développement financier et de l'intégration financière sur la période 1960-1993, indique qu'il existe une relation positive entre le degré d'intégration financière, l'approfondissement du système financier et la croissance économique. En outre, l'auteur a conclu que les effets bénéfiques de l'intégration financière sur la croissance économique proviennent essentiellement de l'approfondissement du système financier.

L'étude d'*Agénor (2001)*² a essayé d'identifier les conditions politiques clés qui permettent aux pays d'exploiter les gains, tout en minimisant les risques liés à l'intégration financière internationale. L'auteur a affirmé qu'une gestion macroéconomique prudente, une surveillance adéquate et une réglementation prudentielle du système financier, une plus grande transparence ainsi qu'une meilleure capacité à gérer les risques dans le secteur privé, sont des conditions importantes pour faire face à des retournements potentiels brusques dans les flux de capitaux à court terme. En outre, l'étude a montré que la promotion de l'intégration financière à des implications importantes sur la réforme du système financier international.

Néanmoins, *Edison et al. (2002)*³ combinent six mesures d'intégration financière avec différentes techniques économétriques (MCO, DLS, Méthodes de Panel Dynamique) afin de tester comment l'effet du développement financier sur la croissance peut dépendre de facteurs financiers, institutionnels et politiques. Leur analyse ne produit pas des résultats robustes, ce qui indique que l'intégration financière internationale n'affecte pas significativement la croissance économique. D'un autre côté,

¹ De Gregorio J. (1999), "Financial integration, financial development and economic growth", *Estudios de Economía*, Vol. 26, No. 2, December, pp 137-161.

² Agénor P-R. (2001), "Benefits and costs of international financial integration: theory and facts", *Policy Research Working Paper*, No. 2699, The World Bank, October.

³ Edison H. J., Levine R., Ricci L. et Slok T. (2002), "International financial integration and economic growth", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 2, No. 6, pp. 749-776.

*Kose, Prasad et al. (2003)*¹ ont examiné l'impact de l'intégration financière internationale sur la volatilité macroéconomique pour un large éventail de pays industriels et en développement durant la période 1960-1999. En utilisant différentes techniques économétriques, ces derniers parviennent à montrer que l'intégration financière affecte positivement la croissance dans la mesure où elle permet d'améliorer les possibilités de partage des risques. Ainsi, un système financier développé réduit le degré de la volatilité macroéconomique.

*Lane et Milesi-Ferretti (2003)*² ont étudié la dynamique de l'intégration financière internationale en utilisant des données sur le portefeuille des actifs et passifs étrangers pour un ensemble de pays industrialisés. Ils ont affirmé que les variables étudiées (tels que l'ouverture commerciale, le PIB par habitant et la capitalisation boursière) ont permis d'expliquer la variation à long terme du degré de l'intégration financière internationale. De même, dans une étude portant sur les effets de l'intégration financière internationale sur la croissance économique dans le contexte de la globalisation financière, *Schularick et Steger (2006)*³ ont réalisé une analyse en coupes transversales et ont estimé du système des panels dynamiques durant la période 1980-2002. Les résultats de cette étude suggèrent que l'intégration internationale des marchés des capitaux a favorisé la croissance économique de manière significative dans la période historique (1880-1913), mais ce ne fut pas le cas pour une période plus récente (1980-2002). A partir des résultats de cette étude, les auteurs affirment que les économies qui s'ouvrent à l'économie mondiale doivent d'abord supprimer les distorsions internes à chaque pays pour récolter les bénéfices de la mondialisation.

En outre, *Gourinchas et Jeane (2006)*⁴ ont étudié les gains insaisissables de l'intégration financière internationale tout en essayant d'évaluer les avantages de celle-ci provenant de la rareté des capitaux des pays en développement. En effet, ils ont montré que les gains de l'intégration financière internationale peuvent être relativement faibles même pour les

¹ Kose M. A., Prasad E., and Terrones M. E. (2003), "Financial Integration and Macroeconomic Volatility", *IMF Working Paper*, No. 03/50, March.

² Lane P. R. and Milesi-Ferretti G. M. (2003), "International Financial Integration", *IMF Staff Papers*, Vol. 50, IMF Third Annual Research Conference, pp. 82-113.

³ Schularick M. et Steger T. M. (2006), "Does Financial Integration Spur Economic Growth? New Evidence From The First Era of Financial Globalization", *CESIFO Working Paper*, No. 1691, March.

⁴ Gourinchas P-O, Jeane O. (2006), "The Elusive Gains from International Financial Integration", *Review of Economic Studies*, No. 73, pp. 715-741.

pays qui favorisent les entrées de capitaux. L'étude de *Mougani (2006)*¹ a pour objectif de déterminer l'impact de l'intégration financière internationale sur la croissance économique et de vérifier, ainsi, si cette relation dépend des performances économiques et du niveau de développement financier des trois pays étudiés. En utilisant l'estimation des modèles à vecteur autorégressifs sur la période 1970-2003, les résultats suggèrent que, sous certaines conditions économiques et financières, il existe une relation significative entre l'intégration financière internationale et la croissance économique. Dans un autre volet, cette étude a analysé le degré de volatilité (ou d'instabilité) des flux de capitaux à destination des pays étudiés. Elle a montré que la volatilité des flux de capitaux officiels et privés en provenance de ces pays est très élevée, ce qui peut engendrer une influence négative sur l'activité économique desdits pays.

Par ailleurs, *Brezigar-Masten et al. (2008)*² ont étudié les effets non linéaires du développement financier et de l'intégration financière sur la croissance économique en Europe et ce, en utilisant les données des niveaux macroéconomiques et industriels. Les résultats des estimations montrent que les effets non linéaires sont significatifs dans les pays européens les moins développés qui bénéficient plus de développement financier. Cependant, les effets intégration financière deviennent significatifs à des niveaux plus élevés du développement financier. De même, les résultats montrent que l'intégration monétaire en Europe a contribué significativement à réaliser un degré plus élevé d'intégration financière.

Dans l'étude qu'ils ont menée, *Kose, Prasad et al (2009)*³ se sont demandé si les politiques économiques peuvent aider les pays en développement à gérer efficacement le processus de la globalisation financière. Les principales conclusions auxquelles a abouti l'étude indiquent que les politiques économiques favorisant le développement du secteur financier, la qualité des institutions et l'ouverture commerciale aident les pays en développement à bénéficier des avantages de la globalisation financière. De même, ils ont montré que des politiques macroéconomiques saines et des réformes structurelles

¹ Mougani G. (2006), "Intégration financière internationale, incidences macroéconomiques et volatilité des flux de capitaux extérieurs-une analyse empirique dans le CEMAC", *Document de Recherche, Laboratoire d'Economie d'Orléans*, No. 2006-07.

² Brezigar-Masten A., Coricelli F., and Masten I. (2008), "Non-linear growth effects of financial development: Does financial integration matter?", *Journal of International Money and Finance*, No. 27, pp. 295-313.

³ Kose M. A., Prasad E., Rogoff K., et Wei S-J. (2009), "Financial Globalization and Economic Policies", *IZA Discussion Paper*, No. 4037, February.

adéquates sont deux conditions nécessaires pour attirer les flux de capitaux les moins volatils, assurer l'efficacité du processus de l'intégration financière et, par conséquent, renforcer la croissance économique*. Par ailleurs, les résultats de cette étude révèlent que la relation entre l'intégration financière et les politiques économiques est complexe, ce qui n'est pas sans créer des tensions inévitables inhérentes à l'évaluation des risques et des avantages associés à la mondialisation financière. Sur la base de ces « conflits », les politiques structurelles et macroéconomiques ont souvent besoin d'être mieux adaptées pour prendre en compte la situation spécifique de chaque pays et ce, en vue de bien évaluer le couple « risque-bénéfice » de l'intégration financière. Enfin, les auteurs indiquent qu'il est essentiel de voir l'intégration financière non seulement comme un objectif politique isolé, mais comme un maillon de la chaîne constituée d'un vaste ensemble de réformes et de soutien des politiques macroéconomiques.

Les modèles théoriques ont identifié un certain nombre de canaux (directs et indirects) à travers lesquels l'intégration financière peut promouvoir la croissance économique dans les pays en développement. En fait, cette intégration peut stimuler la croissance directement à travers la diversification et le partage des risques. Par ailleurs, les effets positifs indirects de l'intégration financière sur la croissance économique peuvent se réaliser à travers son impact sur le développement des marchés financiers nationaux. Donc, on peut dire que l'intégration financière affecte positivement la croissance via deux canaux¹:

- Premièrement, la concurrence accrue entre les intermédiaires financiers étrangers peut réduire les coûts de l'intermédiation financière et augmenter la taille des marchés financiers nationaux. Par ailleurs, l'intégration financière peut affecter le marché intérieur grâce à l'amélioration du cadre institutionnel; en d'autres termes, une meilleure réglementation et une bonne gouvernance des entreprises peut améliorer la stabilité globale et réduire les problèmes d'asymétrie d'information.
- Deuxièmement, en permettant l'accès aux marchés financiers étrangers sous la forme de prêts directs étrangers par les intermédiaires financiers.

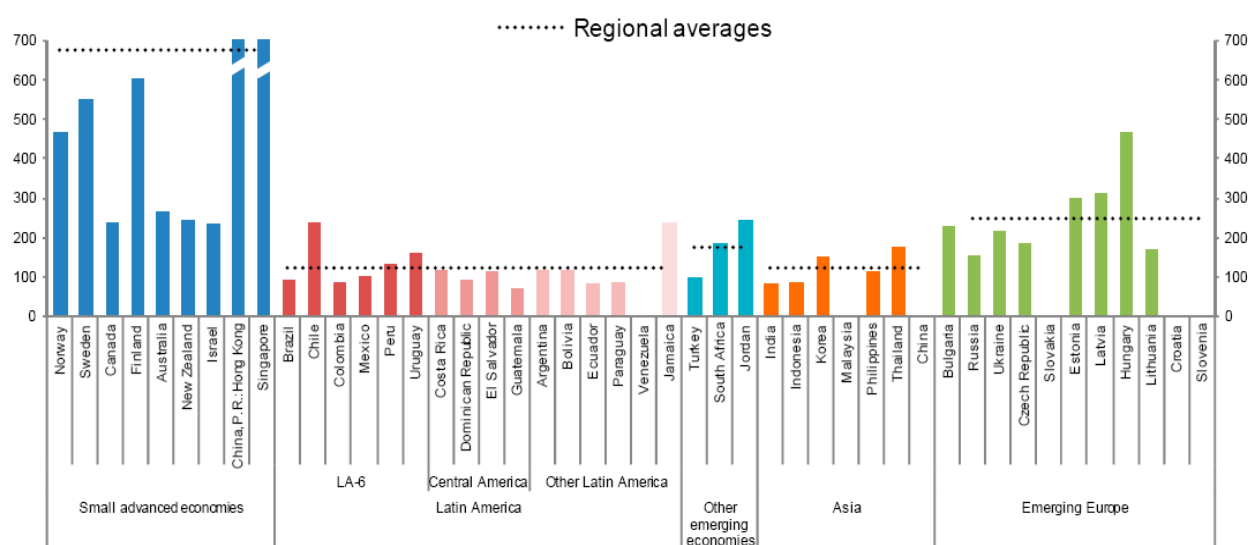
La littérature économique suggère que le développement financier et à la libéralisation des flux de capitaux sont des facteurs déterminants de la croissance

* Autrement dit, les effets positifs du processus de l'intégration financière sur la croissance ne surviennent que lorsque celui-ci est combiné d'un cadre institutionnel approprié.

¹ Brezigar-Masten A., Coricelli F., and Masten I. (2008), op cit, p 299.

économique parce qu'ils favorisent l'intégration financière entre les différents blocs de pays (la figure 1.3 donne une idée sur l'intégration financière dans les différentes régions du monde). À cet égard, les flux de capitaux jouent un rôle crucial en termes de promotion de la croissance économique et d'augmentation des flux des investissements domestiques et étrangers¹. Selon *Manganelli (2010)*², l'intégration financière contribue à l'amélioration des systèmes financiers nationaux, l'allocation optimale des ressources financières et la diversification globale de l'économie.

Figure 1.3 : L'intégration financière* dans les régions du monde, 2010



Source: Adler G., and Tovar C. E. (2012), "Riding Global Financial Waves: The Economic Impact of Global Financial Shocks on Emerging Market Economies", *IMF Working Paper*, No. 12/188, July, p8.

Enfin, on peut dire que l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique continue d'être une des questions les plus débattues parmi les économistes. Ce débat est certes controversé⁴: une opinion extrême soutient l'idée que les systèmes financiers intégrés améliorent l'allocation des ressources productives, favorisent l'entrepreneuriat et l'innovation, renforcent la discipline de marché et aident les pays à se prémunir contre les fluctuations macroéconomiques (*Bailliu 2000; Bekaert, Harvey*

¹ Alessandrini S. (2010), "Financial integration in the four Basins: a quantitative comparison", *MPRA Working Paper*, N° 26080, July, p 2.

² Manganelli, S., and Popov, A. (2010), "Financial markets, diversification, and allocative efficiency: International evidence", *ECB Working paper*, p 2 et 3.

* Mesurée par la somme des actifs et des passifs extérieurs en pourcentage du PIB.

⁴ González-Páramo J. M. (2010), "Globalization, international financial integration and the financial crisis: The future of European and international financial market regulation and supervision", *Institute of International and European Affairs*, Dublin, February.

et *Lumblad 2003; Alfaro et Charlton 2007; Brezigar-Masten et al, 2010*) ; alors que l'autre extrême soutient l'idée que la libre circulation des capitaux élargit le fossé des richesses entre les pays riches et ceux pauvres et expose les systèmes financiers nationaux au risque d'instabilité (*Chan-Lau et Chen, 2001; Nabi et Rajhi 2002; Bouabdellah et al, 2002; Eozenou 2008*). En somme, l'intégration financière offre la possibilité d'accès aux marchés mondiaux de capitaux, permet une meilleure allocation de l'épargne et de l'investissement et propose, ainsi, des instruments plus sophistiqués pour une meilleure gestion des risques.

Conclusion du chapitre

Après la grande crise économique qu'a connue le monde en 1929, l'intervention de l'Etat dans les activités économiques et financières s'avérait être indispensable. Les théories classiques, telles que « la main invisible de Smith (1776) » et « la loi de débouchés de Say (1803) » ne pouvaient être appliquées à cette époque. C'était la nouvelle ère de l'Etat providence et du Keynésianisme. En fait, vu l'importance du système financier en tant que source de financement et élément primordial dans la croissance économique, les gouvernements des pays en développement ont choisi la politique de l'interventionnisme, jugée, selon eux, la plus apte à manipuler et à gérer le processus du développement financier et de la croissance économique. Néanmoins, plusieurs travaux théoriques et empiriques ont affirmé que les contraintes imposées aux systèmes financiers par les gouvernements ont généré des répercussions négatives sur l'ensemble du système économique. Ils confirment, ainsi, qu'une intégration entre plusieurs économies sur les plans financier et commercial peut aider celles-ci à maximiser les profils et à améliorer la croissance économique de chaque pays. Autrement dit, l'établissement des unions financières, monétaires et commerciales entre les blocs de pays permet de bénéficier des avantages de la globalisation. L'étude de la relation entre le processus d'intégration financière et la croissance économique fera l'objet du deuxième chapitre.

CHAPITRE II



**Intégration financière et
croissance économique :
identification de la relation**

Introduction du chapitre

L'intégration financière a connue, ces dernières années, une augmentation significative. En fait, les restrictions sur le compte de capital ont été levées dans de nombreux pays, d'autres obstacles à l'investissement étranger sont également en cours de démantèlement, et le niveau d'activité des marchés financiers internationaux a augmenté de façon remarquable au cours des dernières décennies. Dans ce chapitre, nous mettons en exergue les différentes relations qui peuvent exister entre, d'une part, le développement financier, la libéralisation du compte de capital et l'investissement direct étranger (qui sont considérés comme des éléments cruciaux au projet d'intégration financière) et, d'autre part, la croissance économique.

La première section de ce chapitre présente quelques réflexions de base à propos de la croissance économique. Ensuite, la deuxième section décrit le lien entre le développement financier (qui est un facteur fondamental de la libéralisation et de l'intégration financière) et la croissance économique. Enfin, la section 3 met en lumière la relation existant entre l'intégration financière et la croissance économique sous ses différents aspects. Nous traitons, dans cette section, les questions liées à l'investissement direct étranger, considéré comme un déterminant de l'intégration financière et de la croissance des économies en développement.

Section 1. Quelques réflexions sur la croissance économique

La croissance économique dans tout pays qui se respecte, qu'il soit développé ou en voie de l'être, devrait être l'une des préoccupations majeures des décideurs quand il leur faut concevoir leur politique nationale de développement, d'où l'importance à accorder au secteur financier. En effet, le développement de ce dernier peut stimuler la croissance économique par le biais de l'investissement qui contribue à l'augmentation de la production nationale.

1. Les théories de la croissance économique

La théorie de la croissance économique est relativement récente. Son apparition dans l'histoire de la pensée économique remonte, principalement, aux origines de la pensée économique classique, et notamment aux travaux des économistes classiques durant la grande dépression des années 1930, tels que, Adam Smith, David Ricardo, Thomas Malthus, etc. Dans les années 1960, et vu l'importance que jouait la théorie de la

croissance économique, de nombreux travaux théoriques et empiriques des économistes néoclassiques ont été élaborés dans ce domaine. On cite, entres autres¹ : F. Ramsey (1928), E. Domar (1947), R. F. Harrod (1948), A. Hansen (1951), Swam (1956), Kaldor (1956), R. Solow (1956), etc.

La plupart des économistes de l'école classique, pensaient qu'aucune croissance ne pouvait être durable, car toute production devait, selon eux, converger, inexorablement, vers un état stationnaire. C'est le cas, notamment, de Adam Smith (1776), à travers son étude sur effets de productivité induits par le développement de la *division du travail*, qui mettait en évidence le rôle de la division du travail (surplus, marché et gains de productivité) comme facteur de croissance ; ou encore de Thomas Malthus (1796) qui considère que la croissance est limitée en raison de la démographie galopante (il relie la croissance au *principe de population*). Toutefois, David Ricardo (1817), dans ses *principes de l'économie politique et de l'impôt*, souligne que la croissance est limitée par la loi des *rendements décroissants*.

Il faudra, cependant, attendre le XX^e siècle et, plus précisément, les années 50, pour que les modèles théoriques de la croissance connaissent un véritable succès. En effet, Joseph Schumpeter (1911)² développe la première théorie de la croissance sur une longue période. Il étudie, dans son ouvrage "*Théorie de l'évolution économique, 1913*", en particulier, le rôle de l'entrepreneur. Il considère que l'*innovation* apportée par les *entrepreneurs* constitue la force motrice de la croissance. Ainsi, les modèles post-keynésiens (Harrod-Domar) et néoclassiques (Solow, 1956) ont introduit un véritable débat sur la question de la croissance équilibrée. Ces modèles prenaient en compte deux facteurs de production, le capital et le travail et mettaient l'accent sur l'accumulation du capital comme facteur de croissance.

Les théories explicatives de la croissance, considèrent que, sur le long terme, seul le progrès technique est capable de rendre plus productive une économie. Toutefois, celles-ci n'expliquent pas clairement la provenance ce progrès. Pour cette raison, de nouvelles théories basées sur la croissance endogène (Romer 1986) sont apparues pour formaliser la croissance économique.

¹ Barro R. J. (1996), "Determinants of economic growth: a cross-country empirical study", *NBER Working Paper Series*, No. 5698, August, p 3-4.

² Agelou I., Espérance P. et Letellier P., (1998), "La pensée économique et sociologique par les textes", *Institut Universitaire de Formation des Maîtres de la Réunion*, p 13.

2. A propos de la croissance économique

2.1 Définition de la croissance économique

Depuis les travaux d'Adam Smith dans son livre intitulé "La richesse des nations", publié en 1776, la croissance économique est au centre des préoccupations de nombreux économistes. Elle devient, ainsi, un vaste champ d'analyse économique. Depuis les années 1980, ce champ d'analyse s'est élargi et, partant, a connu de grandes modifications, ce qui a engendré un grand développement sur les plans théorique et empirique, surtout avec l'apparition de la théorie de la croissance endogène. Samuelson et Nordhaus (2001) considèrent que la croissance économique est le facteur le plus important, qui détermine le succès économique des nations... « *Economic growth is the single most important factor in the economic success of nation in the long term* »¹.

En outre, la croissance économique, mesurée par le taux d'augmentation de l'agrégat comptable du Produit Intérieur Brut (PIB)* est, actuellement, l'instrument de référence par excellence de la gestion à court terme de l'ensemble des économies nationales de la planète. Sur le plan économique, le taux de croissance global est censé offrir une mesure synthétique du degré de réalisation de la plupart des objectifs assignés aux politiques²: augmentation des revenus du travail et du capital et, par là même, accroissement de la richesse matérielle et du bien-être de la population ; capacité de créer des emplois rémunérateurs pour tous ; affirmation de la puissance économique des Etats et accumulation des richesses.

❖ La croissance économique est synonyme de production de biens et services, de création d'emplois et de richesses. Elle assure la prospérité économique, sociale et humaine³. En effet, elle désigne, de manière concurrentielle, l'augmentation durable du revenu national, supérieure à l'accroissement de la population⁴.

¹ Mokhtari F. (2009), "Croissance endogène dans une économie en développement et en transition : Essai de modélisation, cas de l'Algérie", Thèse de doctorat en sciences économiques, sous la direction de : Pr. Belmokadem Mostefa, Université de Tlemcen, Algérie, p 7.

* Le Produit Intérieur Brut (PIB) est égal à la valeur monétaire totale de tous les biens et services finaux produits pour être vendus sur le marché à l'intérieur des frontières nationales pendant une période de temps donnée (en général un an). Pour plus de détails, voir : Stiglitz J. E., Walsh C. E., (2004), "Principes d'économie moderne", Traduction française par : Florence Mayer, Edition De Boeck & Larcier, 2ème Ed., p 504.

² Comelieu C. (2006), "La croissance ou le progrès : Croissance, décroissance ou développement durable", Editions du Seuil, Février, France, pp 13-14.

³ Rapport du Haut Commissariat au Plan (2005), "Les sources de la croissance économique au Maroc", Maroc, Septembre, p 5.

⁴ Bellataf M. (2010), "Economie du développement", Office des Publications Universitaires, Alger, p 9.

❖ En outre, S. Kuznets¹ définit « *la croissance économique d'un pays comme l'augmentation, à long terme, de la capacité d'offrir des biens économiques, de plus en plus diversifiés, à sa population. Cette capacité grandissante est basée sur la technologie avancée et les ajustements institutionnels et idéologiques qu'elle demande* »... "A country's economic growth may be defined as a long term rise in capacity to supply increasingly diverse economic goods to its population, this growing capacity based on advancing technology and institutional and ideological adjustments that it demands".

Ce même auteur considère que la croissance économique moderne débute avec l'industrialisation et comporte deux aspects²: dans certains cas, elle implique une hausse soutenue et substantielle du *PIB par tête* et dans presque tous les cas, induit une augmentation soutenue et substantielle de la population. Kuznets met l'accent sur l'efficacité des facteurs et affirme que l'accroissement énorme du PIB par tête résulte largement de l'évaluation de l'efficacité du PIB par unité de facteur³.

De même, selon Lecaillon Jacques⁴, « *la croissance économique peut être définie comme l'expansion de la production ou du produit national sur une longue période* ». L'augmentation du volume de production des biens et services -pendant une période bien déterminée- est, selon certains auteurs, un critère de la croissance économique à long terme. Cela veut dire que, si, à court terme, l'accroissement de la demande globale peut provoquer une expansion de la production, résultant d'un meilleur emploi des ressources productives disponibles ; à long terme, l'augmentation du volume de ces ressources constitue le facteur décisif de la croissance. En effet, tenant compte de l'existence d'un certain nombre de facteurs susceptibles d'influer sur l'augmentation de la production^{*}, à long terme, l'approche économique de la croissance systématise cette constatation en faisant appel à la notion de fonction globale de production. La

¹ Kuznets S. (1973), "Modern economic growth: findings and reflections", *the American Economic Review*, Vol. 63, No. 3, June, p 247.

² Sid Ahmed A. (1981), "Croissance et Développement : Théorie et politiques", Tome 1, 2^{ème} Ed., Office des Publications Universitaires, Alger, p 408.

³ Kuznets S. (1967), "Population and Economic Growth", *The American Philosophical Society*, Vol. 111, No. 3, June, p 170.

⁴ Lecaillon J. (1972), "La croissance économique", Éditions CUJAS, Paris, p 10.

* Pour rendre compte du changement de dimension d'une économie, on a eu très souvent recours à des agrégats permettant de mesurer l'évolution la production globale. Les agrégats les plus fréquemment utilisés sont le Produit National Brut (PNB), le Revenu National ou la Production Intérieure Brute (PIB) exprimés en volume, c'est-à-dire à prix constant. Pour plus de détail, voir : Lecaillon J. (1972), op cit, pp. 11-13.

croissance économique est, donc, considérée comme un phénomène durable et progressif puisque mesurée en décennies.

❖ Quant à F. Perroux, « *La croissance économique est l'augmentation soutenue pendant plusieurs périodes (où chaque période comprend plusieurs cycles quasi-décennaux) d'un indicateur de dimension : pour une nation, c'est le produit global net en termes réels. Ce n'est pas l'augmentation du produit réel par habitant* »¹.

❖ La croissance économique désigne l'augmentation continue de la qualité de biens et de services produits par habitant dans un espace économique donné². Elle est un processus fondamental des économies contemporaines, lié notamment à la révolution industrielle et au progrès technique. À long terme, la croissance a un impact important sur le niveau de vie de l'individu qui est mesuré par son apport au revenu global. A cet effet, Joseph Schumpeter souligne que « la croissance économique est mesurée par le volume de l'augmentation de la part de l'individu au revenu global et ce, à travers le cycle économique des ressources disponibles ». En effet, l'impact du taux de croissance réalisé sur le niveau de vie des citoyens est l'une des caractéristiques principales de la croissance économique³.

Dans ce cadre, les données de Maddison (2006) sont très intéressantes, dans la mesure où elles permettent d'établir une comparaison internationale entre l'accroissement du niveau de vie sur une longue période. Ces données montrent clairement que de petites variations de taux de croissance ont une incidence directe sur le niveau de vie⁴. Cela dit, la vitesse de convergence des économies en termes de niveaux de vie dépend toujours du taux de croissance réalisé par ces économies, même si ces variations sont de petites différences. A partir de ces définitions, la croissance économique correspond à : (i) la réalisation d'une augmentation du revenu moyen de l'individu ; (ii) l'augmentation réelle mais non monétaire* ; (iii) l'augmentation sur le long terme.

¹ Bellataf M. (2010), op cit, p 7.

² Arrous J. (1999), "Les théories de la croissance", Editions du Seuil, Paris, p 10.

³ Mokhtari F. (2009), op cit, p 20.

⁴ Mokhtari F. (2009), op cit, p 28.

* Le revenu monétaire désigne le nombre d'unités monétaires que reçoit l'individu pendant une période déterminée (généralement une année) en contrepartie d'un travail productif tandis que le revenu réel est égal au revenu monétaire + le niveau général des prix, c'est-à-dire, la quantité des biens et services que peut obtenir un individu de la dépense de son revenu monétaire pendant une période déterminée.

2.2 Les facteurs de la croissance économique

Dans les modèles de croissance les plus traditionnels, le capital et le travail sont pris comme sources de croissance¹. C'est, ainsi, le cas de B. Y. SIMON² qui avait reconnu que le capital et le travail étaient les deux facteurs qui influencent directement la croissance économique. Alors que les premiers modèles néoclassiques considéraient "*le capital*" et "*le travail*" comme étant deux facteurs de production, d'autres, à l'exemple du modèle de Solow (1956), mettaient l'accent sur "*le progrès technique*"* comme élément central de la croissance économique. Pourtant, en l'absence de tout progrès technique, la fonction liant la production Y au capital K et au travail L $\{Y = F(k, L)\}$ ne se modifie pas dans le temps, ce qui signifie que le volume de production ne change pas sous l'effet des variations des volumes de capital et/ou du travail.³

Comme on vient de le dire, la croissance économique est un processus visant à augmenter le volume de production** des biens et services. D'une manière générale, ce volume de production dépend de la quantité et de la qualité des ressources productives employées pour mesurer l'efficacité du système productif. Dans cette perspective, les principaux facteurs (sources) qui déterminent le niveau et l'accroissement du produit global sont les suivants :

2.2.1 L'accumulation du capital

Le capital est un concept qui recouvre plusieurs réalités. C'est un bien servant à produire d'autres biens et services, non pour satisfaire directement des besoins, mais pour permettre de produire d'autres biens. En outre, les modèles néoclassiques considèrent, dans le concept du capital, que le *capital physique (l'investissement)* et le *capital humain (l'accumulation du capital)* sont deux éléments principaux et nécessaires pour réaliser la croissance économique.

- **Le capital humain** est un ingrédient important de la croissance à long terme, il est un facteur essentiel de production. Il désigne le stock de connaissances

¹ Abbasi-Nejad H., Motavasseli M. et Mohammadi S. (2004), "Economic Growth as a Nonlinear and Discontinuous Process", *Iranian Economic Review*, Vol. 9, No. 10, p 17.

² Mokhtari F. (2009), op cit, p 17.

* Selon certains économistes, tels que CARRE, DUBOIS et MALINVAUD, la moitié de la croissance provient du progrès technique.

³ Mankiw G. N. (2003), "Macroéconomie", 3^{ème} édition, Ed. De Boeck, Belgique, p 272.

** L'augmentation du volume de production se traduit par une diminution des coûts de production ; et la hausse de la productivité permet une augmentation des salaires, une hausse des bénéfices et une baisse des prix ce qui entraîne au final une augmentation de la demande, source de croissance.

valorisables économiquement et incorporées aux individus. Ce sont non seulement les qualifications, mais aussi (et dans le cas de pays en développement surtout) l'état de santé, de nutrition et d'hygiène¹. En effet, Les investissements en capital humain peuvent être des investissements en éducation et en formation, des dépenses de santé et d'hygiène..., pouvant avoir des effets positifs à long terme.

- **Le capital physique** est l'équipement dans lequel investit une entreprise pour la production de biens et de services. L'investissement ou l'accumulation du capital physique est l'un des principaux facteurs déterminants le niveau de production réel par habitant.

2.2.2 L'accumulation du travail

L'offre de travail est déterminée par le nombre de la population d'un pays et la volonté de travailler de ses individus. Ainsi, la qualité de la main d'œuvre, qu'il s'agisse de son état sanitaire ou de son degré de formation technique, est importante dans la détermination du volume de la production². La *productivité du travail* est le rapport de la production de biens ou de services à la quantité de facteurs de production utilisés pour produire ces biens ou services. En effet, la croissance de la force de travail est déterminée par des facteurs démographiques (le nombre de la population).

En outre, l'accroissement de la productivité moyenne du *facteur travail* dans une économie dépend³: (i) de la qualité et de la quantité des instruments de travail dont dispose ce facteur ; (ii) de son aptitude à les utiliser efficacement ; (iii) des ressources naturelles disponibles ; (iv) des relations existant entre prix et coûts internes et externes, des économies externes effectives, etc.

2.2.3 Le progrès technique

Le progrès technique joue un rôle essentiel dans la croissance de la production et dans l'utilisation des facteurs de production. Il est, en fait, un mode de réallocation des facteurs travail et capital. Il a presque toujours pour effet d'augmenter la production par homme employé⁴. La technologie peut être définie comme étant « *un ensemble de*

¹ Guellec D. et Ralle P. (2003), "Les nouvelles théories de la croissance", 5^{ème} éd., Editions La Découverte, Paris, p 49.

² Lecaillon J. (1972), op cit, p 14.

³ Sid Ahmed A. (1981), op cit, p 606.

⁴ Robinson J., Eatwell J. (1981), "L'Economie Moderne", Traduction française par Blotnicas Michel et De Carpentier Hubert, Edition McGraw-Hill, Paris, p 160.

connaissances relatives à certains types d'événements et d'activités associés à la production et à la transformation de matériaux »¹.

Le calcul de la contribution de chaque facteur de production (travail et capital) à la croissance économique (*taux de croissance du PIB*), montre que, même en tenant compte des améliorations de ces facteurs, une partie de la croissance économique reste inexpliquée. C'est ainsi que P. Dubois montre qu'une partie significative de la croissance économique s'explique non par l'augmentation des quantités de facteurs de production utilisées, mais par l'introduction du progrès technique.

Dans le même ordre d'idées, tandis que l'accumulation du capital, de la croissance de la population et des modifications des goûts des consommateurs sont de simples « perturbations », l'innovation, qui transforme les techniques et les modes d'organisation de la production, est « le moteur du changement ». En effet, l'innovation apportée par les entrepreneurs, définie comme le développement, la diffusion et l'exploitation économique de nouveaux produits, procédés et services, constitue, selon Joseph Schumpeter (1913), la force motrice de la croissance. En outre, pour Romer, le changement technique est d'autant plus intense que les innovateurs espèrent en tirer un profit important. Le progrès technique n'est pas exogène, il est produit. Son niveau de production dépend de la rémunération attendue, c'est-à-dire des droits de propriété et des rentes monopolistiques. En somme, selon Stiglitz et Walsh (2004), les facteurs contribuant à la croissance de la productivité sont au nombre de quatre²: une accumulation accrue de biens de capital (investissement) ; une amélioration de la qualité de la population active ; une allocation de la main-d'œuvre des secteurs à faible productivité vers les secteurs à forte productivité ; le progrès technique.

Les études empiriques portant sur les sources de la croissance de production, dans les pays développés et ceux en voie de développement, ont permis de tirer un certain nombre de conclusions importantes³:

- Primo, l'accumulation du capital est le facteur qui contribue le plus à la croissance économique dans les pays en développement, suivi respectivement par l'addition du travail et du progrès technique.

¹ Guellec D. et Ralle P. (2003), op cit, p 47.

² Stiglitz J. E., Walsh C. E. (2004), op cit, p 642.

³ Lim D. (1996), "Explaining Economic Growth: A New Analytical Framework", Edward Elgar Publishing, United States, p 67.

- Secundo, pour les pays développés, la plus importante source de croissance est le progrès technique, suivi de l'accumulation du capital et l'addition, et enfin du facteur de travail.
- Tertio, par suite du processus de développement, le progrès technique devient plus significatif tandis que l'accumulation du capital devient moindre.
- Quarto, l'augmentation des revenus de salaires ne contribue pas à la croissance de la production en aucun groupe de pays.

On peut en déduire que l'accumulation du capital est plus importante dans la croissance économique au sein des pays en développement que ceux développés, et que le progrès technique, qui est beaucoup moins important, est compatible avec ce qui est connu par modèle et processus du développement économique.

Section 2. Développement financier, ouverture et croissance économique

Le développement du secteur financier est un déterminant clé ayant plusieurs avantages sur l'amélioration de la stabilité financière et la croissance économique ainsi que sur la réduction de la vulnérabilité aux crises économiques et financières ; ces avantages sont liés à la mondialisation financière. Dans la littérature économique, il existe de nombreux travaux empiriques visant à tester la relation entre l'approfondissement du système financier et la croissance économique (*Greenwood et Jovanovic 1990 ; Bencivenga et Smith 1991 ; King et Levine 1993a ; Obstfeld 1994 ; Levine 1997 ; Chan-Lau et Chen 2001 ; Buiter et Taci 2003 ; Chinn et Ito 2006 ; Eichengreen, Gullapalli et Panizza 2009 ; Hassana, Sanchezb et Yu 2011*). En général, ces études concluent que les différences des niveaux de développement financier entre les pays expliquent une partie importante des différences des taux de croissance économique existants ; cela signifie que le développement des systèmes bancaires et financiers constitue le facteur le plus important dans le processus de la croissance économique.

1. Etudes établissant l'effet favorable du développement financier sur la croissance

Les fondements théoriques concernant les relations entre l'approfondissement financier et la croissance économique remontent aux travaux de Bagehot (1873) et Schumpeter (1912) et, plus récemment, à Goldsmith (1969), McKinnon (1973) et Shaw (1973). La principale conclusion de l'école de "McKinnon-Shaw", en 1973, est que les restrictions gouvernementales sur le système bancaire (tels que le plafonnement des taux d'intérêt, la hausse des taux de réserves obligatoires, et les programmes de crédits dirigés) entravent le développement financier et, par là, réduisent la croissance des économies. Des conclusions similaires à celle de McKinnon et Shaw sont corroborées par la plus récente littérature de la croissance endogène, où les services fournis par les intermédiaires financiers (tels que la collecte et l'analyse des informations, le partage des risques, etc.) sont explicitement modélisés. Ces modèles considèrent que l'intermédiation financière a un effet positif sur la croissance économique. L'ouverture de l'économie du pays sur le reste du monde se révèle donc être une condition sine qua none à toute réforme économique visant à accroître le rôle des systèmes financiers et à stimuler la croissance économique dans les pays en développement et développés.

La validité empirique de l'hypothèse de McKinnon-Shaw a été contestée par de nombreux auteurs. Entre autres, *Mathieson (1979)* qui a conçu un modèle de libéralisation financière en économie ouverte dans lequel il a analysé les variations possibles du taux de change réel. Il a trouvé que l'augmentation des taux d'intérêt réels peut provoquer d'importantes entrées de capitaux, mais qu'elle peut ensuite créer des tensions inflationnistes particulièrement dans le cas du régime de change fixes¹. Mathieson propose donc une dévaluation progressive pour réajuster le taux de change. Selon lui, la libéralisation financière est donc souhaitable, même si, à court terme, elle peut s'accompagner d'un problème de stabilité financière². De même, *Edwards (1983)*³ a affirmé que plusieurs efforts et ressources ont été consacrés à l'étude de la relation

¹ Amaira B. (2007), "La théorie originelle de McKinnon-Shaw : Vérification empirique des hypothèses néolibérales pour les pays du Maghreb arabe", *24èmes Journées d'Economie Monétaire et Bancaire* Rennes, 14 et 15 juin, p 7.

² Venet B. (2000), "Les approches théoriques de la libéralisation financière", Octobre, p 42... Disponible sur le site web : www.dauphine.fr/eurisco/eur_wp/Nice2.pdf, Consulter le 12/07/2010.

³ Edwards S. (1983), "The Order of Liberalization of the Current and Capital Accounts of the Balance of Payments", *NBER Working Paper*, No. 328, September, p 2.

entre, d'une part, le degré du développement et de l'ouverture financière et, d'autre part, la croissance économique. Par ailleurs, dans sa fameuse étude "*Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash*", Diaz-Alejandro (1985)¹ soutient que l'expérience de l'Amérique latine montre qu'il est peu probable que l'approfondissement financier induit à une augmentation de l'épargne. Ainsi, selon cet auteur, la principale contribution de l'approfondissement financier à la croissance est l'augmentation de la productivité marginale du capital, plutôt que celle du volume de l'épargne et de l'investissement.

Les études se rapportant au lien entre le développement financier et la croissance économique a connu un regain d'intérêt depuis une dizaine d'années, notamment avec les modèles de croissance endogène. Le premier article d'importance capitale est celui de King et Levine (1993a). Cette étude est venue combler les insuffisances de celle de Goldsmith (1969), entre autres², l'investigation empirique qui est, semble-il, limitée vu qu'elle ne comporte des observations que sur 35 pays et la non prise en compte par l'étude de Goldsmith de l'ensemble des facteurs qui influencent la croissance économique. De même, elle n'examine pas si le développement financier est associé à l'augmentation de la productivité et à l'accumulation du capital. Par ailleurs, il n'est pas sûr que la taille retenue pour les intermédiaires financiers puisse mesurer correctement le fonctionnement du système financier. Enfin, la corrélation entre la taille du système financier et la croissance économique n'identifie pas la direction de causalité.

Pour remédier aux insuffisances constatées, King et Levine (1993) ont construit quatre indicateurs de développement financier, très utilisés par la suite. Il s'agit³: (i) du ratio des engagements liquides par rapport au PIB; (ii) de la part du crédit accordé aux entreprises privées par rapport au PIB ; (iii) du ratio du crédit accordé par les banques commerciales sur le PIB ; et (iv) du ratio du crédit bancaire accordé par les banques commerciales sur l'ensemble du crédit bancaire domestique, y compris celui de la banque centrale. Sur un échantillon mondial de 80 pays au cours de la période 1960-1989, King et Levine (1993) ont étudié l'impact du développement financier sur la

¹ Diaz-Alejandro C. (1985), "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, No. 19, North-Holland, pp 20 et 21.

² Levine R. (1996), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *The World Bank Policy Research Working paper*, No. 1678, October, pp 30 et 31.

³ King R. G. et Levine R. (1993a), "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", *The World Bank Working Papers*, No. 1083, pp 1 et 2.

croissance et le rythme de l'accumulation du capital et la productivité des facteurs (voir annexe A.1). Ils ont montré que le niveau de l'intermédiation financière est un bon indicateur pour le taux de la croissance économique à long terme, l'accumulation du capital et l'amélioration de la productivité¹. Ils ont, ainsi, démontré dans leur étude, que les différents indicateurs de développement financier choisis sont positivement et significativement corrélés avec des indicateurs de croissance économique dans les 80 pays.

Par ailleurs, plusieurs autres économistes considèrent le développement des systèmes financiers comme la clé de voûte du développement et de la croissance économique². Comme indiqué dans l'étude de *Levine (1997)*³, les systèmes financiers ont certains objectifs fondamentaux à atteindre, entre autres, la réduction de l'incertitude en facilitant le commerce, la couverture, la diversification et le partage des risques, l'allocation des ressources et la mobilisation de l'épargne. Comme il est mentionné dans la figure ci-dessous (figure 2.1), les fonctions peuvent affecter, de manière intuitive, la croissance économique par le biais de l'accumulation du capital et du progrès technologique.

Le développement et l'approfondissement du système financier intérieur requièrent un enchaînement approprié et une coordination des politiques macroéconomiques et structurelles. L'opinion prédominante dans la littérature explorant le lien entre le développement financier et la croissance économique soutient que, dans une économie donnée, la disponibilité croissante des instruments financiers réduit les coûts de transaction et d'information. L'argument de base en faveur de l'ouverture financière est que celle-ci peut conduire à une augmentation de la taille et de la profondeur des marchés financiers domestiques et accroître le degré d'efficacité de l'intermédiation financière à travers la diminution des coûts. Par ailleurs, *McKinnon et Pill (1997)*⁴ affirment que, dans le court terme, un meilleur accès aux fonds étrangers peut optimiser les taux d'investissement et améliorer le niveau de croissance économique.

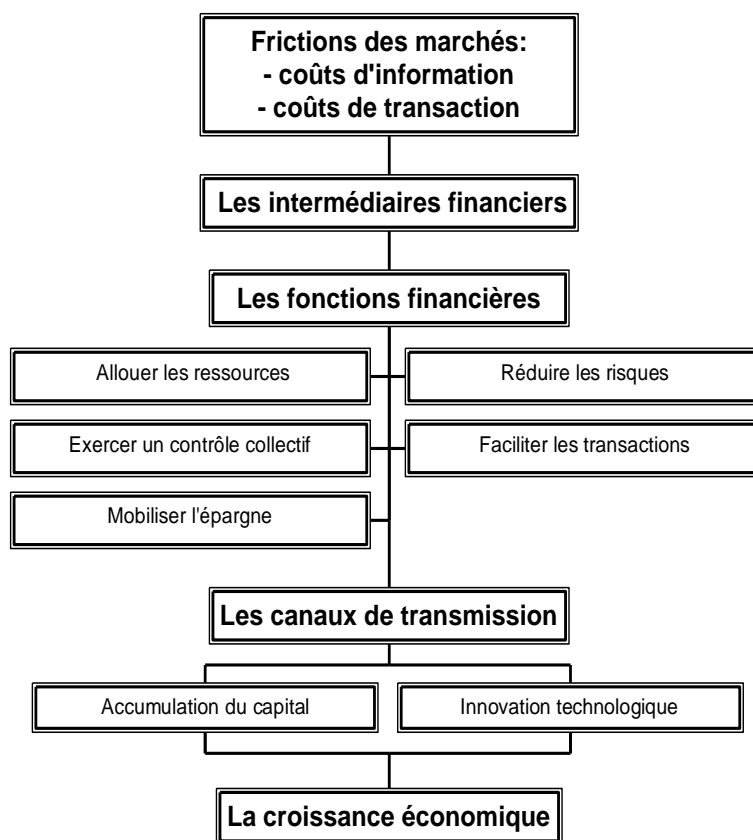
¹ Levine R. et Zervos S. (1996), op cit, p 1.

² Khan M. et Senhadji A. (2000), "Financial development and economic growth: an overview", *IMF Working Paper*, No. 00/209, December, p 3.

³ Levine R. (1997), "Financial development and economic growth", *Journal of Economic literature*, Vol. 35, No. 2, June, pp. 688-726.

⁴ McKinnon R., et Pill H. (1997), "Credible economic liberalizations and over-borrowing", *American Economic Review*, Vol. 87, No. 2, pp. 189-193.

Figure 2.1 : Approche théorique du lien entre Finance et Croissance



Source: Levine R. (1997), "Financial development and economic growth", *Journal of Economic literature*, Vol. 35, No. 2, June, p 691.

*Klein et Olivei (1999)*¹ montrent également que l'ouverture du compte de capital conduit à l'approfondissement du système financier, mais seulement pour les économies développées ; cela les a amenés à supposer que les marchés émergents ont besoin des clés des politiques économiques à travers lesquelles l'ouverture financière peut agir de manière bénéfique. Toutefois, *Eicher et Turnovsky (1999)*² développent un modèle dans lequel les imperfections du marché des capitaux, sous la forme de subventions des dettes, conduisent à une accélération de l'investissement initial et de la croissance.

Selon *De Gregorio (1999)*³, le développement financier a un double effet positif sur la croissance économique. D'une part, le développement des marchés financiers domestiques peut améliorer l'efficacité de l'accumulation du capital et d'autre part,

¹ Klein M., et Olivei G. (1999), "Capital account liberalization, financial depth, and economic growth", *Working Papers of Federal Reserve Bank of Boston*, No. 99-6, August.

² Eicher T. S., et Turnovsky S. J. (1999), "International Capital Markets and Non-Scale Growth", *Review of International Economics*, Vol. 7, No. 2, May, pp. 171-188.

³ De Gregorio J. (1999), op cit, p 139.

l'intermédiation financière peut contribuer à augmenter le taux d'épargne et celui de l'investissement. En d'autres termes, l'ouverture financière peut augmenter la profondeur des marchés financiers domestiques et mener à une plus grande efficacité de l'intermédiation financière et ce en réduisant le coût de l'investissement ainsi que les coûts et les profits «excessifs», liés aux monopoles des marchés, et, par conséquent, améliorer l'allocation des ressources¹. L'étude de *Caprio et Honohan (1999)* a fait valoir que l'ouverture du système bancaire domestique sur l'extérieur peut²:

- Améliorer la qualité et la disponibilité des services financiers dans le marché domestique, en augmentant le degré de la concurrence entre les banques ; ce qui peut permettre l'application de techniques et de technologies bancaires plus sophistiquées (telles que les systèmes plus avancés de gestion des risques). Tout cela contribue à améliorer l'efficacité en réduisant le coût d'acquisition et de traitement de l'information sur les emprunteurs potentiels ;

- Participer au développement des techniques de surveillance des banques ;

- Améliorer l'accès d'un pays aux capitaux internationaux, soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire des banques mères ;

- contribuer à la réalisation de la stabilité du système financier domestique (et à la réduction de la volatilité des flux de capitaux).

Dans leur étude portant sur la relation entre le développement financier et la croissance économique, *Khan M. et Senhadji A. (2000)*³ se sont basés sur une équation de croissance économique standard en utilisant des indicateurs du développement financiers établis à partir d'une base de données vaste et récente couvrant à la fois le secteur bancaire et le marché des valeurs mobilières. Sur la base d'une analyse en coupes transversales, les résultats des estimations de cette étude ont confirmé l'existence d'une forte relation positive et significative entre l'approfondissement financier et la croissance économique.

Le développement du secteur financier, l'amélioration de la stabilité financière et la réduction de la vulnérabilité des systèmes financiers demeurent des défis politiques

¹ Agénor P-R. (2001), op cit, p 11.

² Caprio G., and Honohan P. (1999), "Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, (Fall 1999), pp. 43-64.

³ Khan M. et Senhadji A. (2000), op cit, p 13.

essentiels pour les pays en transition. En général, l'intégration croissante de ces pays dans les marchés financiers internationaux renforce encore plus l'idée de la nécessité d'éliminer les problèmes structurels persistants pour un développement plus efficace de ces marchés financiers.

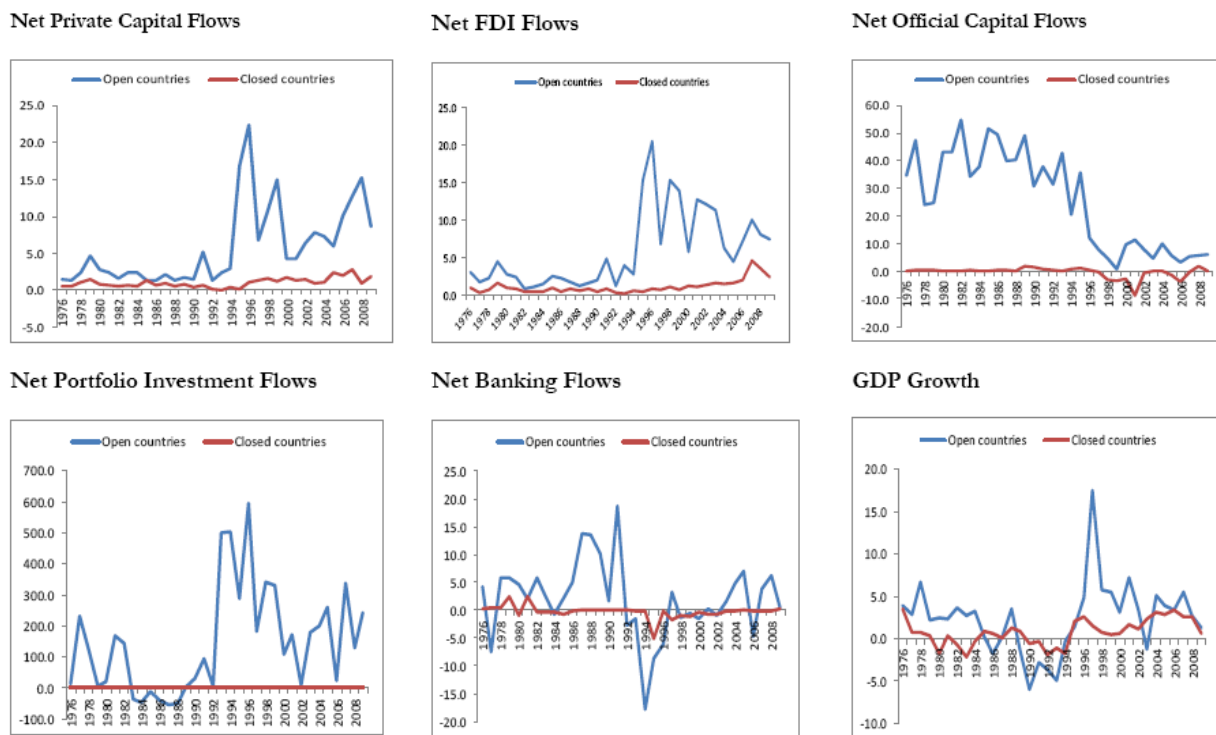
En outre, *Rousseau (2002)*¹ affirme, à travers une étude empirique, que le développement financier favorise l'investissement et le commerce via l'allocation du capital. L'étude de *Bekaert et al. (2003)* constatent également qu'en moyenne annuelle, la libéralisation du marché des actions -définie comme étant le droit accordé aux investisseurs étrangers de faire des échanges sur les valeurs mobilières (titres) domestiques et aux investisseurs nationaux de réaliser des échanges sur les valeurs mobilières étrangères - augmente la croissance économique réelle. Cela souligne l'importance de l'intégration financière comme une étape supplémentaire vers le développement financier, lequel, à son tour, semble être propice à la croissance.

L'étude de *Chinn et Ito (2002)*² a également examiné le lien entre la libéralisation du compte de capital et le développement financier en utilisant des données sur un large échantillon de pays au cours de la période 1977-1997. Les auteurs ont constaté que l'importance de l'effet de l'ouverture financière est très différente entre les pays les moins développés et les pays émergents. En fait, les deux variables "crédits privés" et "capitalisation boursière" sont associées de façon significative au développement financier dans les marchés émergents. Toutefois, seule la valeur boursière négociée est significativement affectée par l'ouverture financière dans les pays les moins développés. La figure ci-dessous (2.2) montre la différence des niveaux de l'ouverture financière dans les pays en développement.

¹ Rousseau P. L. (2002), "Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth", *NBER Working Paper*, No. 9333, November.

² Chinn M. D., et Ito H. (2002), "Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence", *NBER Working Paper Series*, No. 8967, June.

Figure 2.2. Ouverture financière, Volatilité des flux net de capital et croissance (1976-2009)



Source: Mougani G. (2012), "Financial Globalization and International Financial Integration: Analysis of Impact of Financial Integration on Economic Activity, Trade Openness and Macroeconomic Volatility", *African Development Bank Group*, December, p 29.

De même, *Christopoulos et Tsionas (2003)*¹ ont étudié la relation entre l'approfondissement financier et la croissance économique à long terme en utilisant les tests de cointégration de seuil et les estimations des données de panel dynamique pour 10 pays en développement. Les résultats empiriques soutiennent l'hypothèse selon laquelle qu'il existe une relation d'équilibre unique entre le développement financier et la croissance économiques des pays en développement. En parallèle, *Klein et Olivei (2005)*² ont analysé le lien entre l'ouverture du compte de capital et l'approfondissement financier. Ils ont utilisé un échantillon de 21 pays industrialisés (OCDE) et 74 pays émergents et en développement (non membres de l'OCDE) durant la période 1976-1995. Ils ont prouvé qu'il existe un effet statistiquement significatif et économiquement

¹ Christopoulos D. K. et Tsionas E. G. (2003), "Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests", *Journal of Development Economics*, No. 73, pp. 55-74.

² Klein M., et Olivei G. (2005), "Capital account liberalization, financial depth, and economic growth", *NBER Working Paper*, No. 7384, November.

pertinent des comptes de capitaux libéralisés sur le développement financier et la croissance économique. Ces auteurs concluent que les avantages de l'ouverture extérieure ne sont pas inconditionnels, mais sont susceptibles de dépendre de l'environnement dans lequel la libéralisation se produit.

Dans une étude similaire à celle de Chinn et Ito (2002), *Baltagi et al. (2009)*¹ se sont penchés sur la question suivante : « l'ouverture du compte de capital et du commerce peut-elle aider à expliquer les récents progrès dans le développement financier ? ». Leur approche empirique, basée sur des données annuelles des pays en développement et industrialisés, utilise des techniques d'estimation de panel dynamique et suggère que les deux types d'ouverture (crédit au secteur privé et capitalisation boursière) sont des déterminants statistiquement significatifs du développement du secteur bancaire et financier. Leurs résultats indiquent également qu'il n'y a aucune preuve pour affirmer que l'ouverture du compte de capital, sans ouverture du commerce, peut avoir un impact négatif sur le développement du secteur financier.

Les intermédiaires financiers jouent un rôle majeur dans le développement des systèmes financiers par²: (i) la facilitation des échanges, la couverture, la diversification, et la mutualisation des risques ; (ii) l'allocation efficace des ressources ; (iii) la surveillance des managers et le contrôle des entreprises ; (iv) la mobilisation de l'épargne ; et (v) la facilitation des échanges des biens et services. En somme, le système financier facilite l'allocation optimale des ressources dans l'espace et dans le temps.

En résumé, on peut conclure à l'existence d'un lien à double sens entre la sphère réelle et la sphère financière. Ainsi, vu l'importance du rôle joué par le développement financier dans la croissance économique grâce à l'augmentation de l'épargne destiné à l'investissement et à la réduction du coût marginal d'intermédiation, cette même croissance a un effet positif et crucial sur le niveau de développement financier.

¹ Baltagi B. H., Demetriades P. O., et Law S. H. (2009), "Financial development and openness: Evidence from panel data", *Journal of Development Economics*, No. 89, pp 285-296.

² Khan M. et Senhadji A. (2000), op cit, p 4.

2. Etudes rejetant l'existence d'une relation positive entre l'ouverture et la croissance

Il ressort des nombreuses réflexions théoriques et empiriques faites que la quasi-totalité des économistes considèrent que le développement financier est favorable à la croissance économique. D'autres par contre, tels que Robert Lucas (1988), Nicholas Stern (1989), pensent que la relation entre les deux variables est inexistante, voire même négative¹. L'un des arguments avancés par ces auteurs est que la répression et l'instabilité liées au développement financier pénalisent la croissance économique et anéantissent les effets positifs liés au développement financier². Dans cette même vision, d'autres auteurs évoquent les conséquences des imperfections des marchés financiers sur la croissance. En effet, l'asymétrie d'informations et les imperfections particulières du secteur financier se traduisent par des contraintes financières à la croissance³. Les résultats de Kaminsky et Reinhart (1999) et Demirgüç-kunt et Detragiache (1999) corroborent cette assertion étant donné que pour ces auteurs l'instabilité financière est positivement associée au développement financier

Parmi ceux qui ne croient pas au rôle du développement financier dans la stimulation de la croissance économique, *Tullio Japeli (1994)* considèrent que le développement financier n'influe pas sur la croissance. Bien au contraire, il peut constituer une entrave à celle-ci et ce, à travers les affectations négatives qu'il peut provoquer sur l'épargne locale. De même, *Amable et Chatelain (1995)* traitent la relation entre le développement du système financier et la croissance économique sous l'angle de l'imperfection des marchés. En effet, Ils considèrent que la concurrence imparfaite entre intermédiaires financiers, le risque de divulgation d'informations stratégiques de la part d'un financier privilégié, les problèmes de diversification des risques liés au court-termisme, etc., sont autant de facteurs susceptibles d'influer sur l'efficacité des systèmes financiers et les performances de croissance des économies⁴.

¹ Güryay E., Şafaklı O. V. et Tüzel B. (2007), "Financial Development and Economic Growth: Evidence from Northern Cyprus", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 8, p 58.

² Eggoh C. Jude (2008), op cit, p 2.

³ Amable B., Chatelin J. B. (1995), "Systèmes financiers et croissance : les effets du court-termisme", *Revue Economique*, Vol. 46, No. 3, Mai, p 827.

⁴ Amable B. et Chatelin J. B. (1995), op cit, p 835.

En outre, *Roubini et Sala-I-Martin (1995)*¹ considèrent que le développement de la sphère financière permet une allocation optimale de l'épargne et son orientation vers l'investissement productif. Dans ce contexte, ils ont étudié les conséquences des distorsions qui apparaissent dans les marchés financiers sur la croissance à long terme. Pour eux, la cause principale de ces perturbations est la politique d'intervention gouvernementale visant à restreindre l'activité financière et ce, par l'augmentation des taux d'impôts. Pour leur part, *Loayza et Rancièrè (2004)* ont confirmé la relation négative existant entre les changements dans les crédits bancaires à court terme et la croissance dans les pays d'Amérique Latine. Cette relation présente des niveaux élevés de fragilité financière (procurée par la volatilité du crédit et la fréquence des crises bancaires). Dans plusieurs pays, les périodes de cette fragilité financière ont coïncidé avec la libéralisation financière. Toutefois, les auteurs de cette étude affirment que ces effets temporaires sont compatibles avec l'impact positif que la hausse permanente des crédits bancaires a sur la croissance économique dans le long terme².

En définitive, à travers la revue de la littérature exposée, on peut constater que les résultats les plus souvent obtenus confirment que le lien de causalité entre le développement financier et la croissance économique est positif. En effet, un système financier efficient active la croissance économique tout en l'orientant. Si la plupart des auteurs admettent l'existence de ce lien de causalité, ils ne sont pas toujours d'accord sur le sens de celle-ci, développement financier étant tantôt exogène (conduit par l'offre de services financiers), tantôt endogène (induit par la demande de services financiers)³. Cependant, bien que les études théoriques et empiriques convergent sur la dimension financière dans la croissance économique, elles n'apportent pas une réponse commune à la question de causalité entre le développement financier et la croissance économique car cela diffère selon les caractéristiques des pays et régions étudiés par chaque auteur.

¹ Roubini N. et Sala-i-Martin X., (1995), "A growth model of inflation, tax evasion, and financial repression", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 35, p 275.

² FitzGerald V. (2006), "Financial Development and Economic Growth: A Critical View", *World Economic and Social Survey*, March, p 12.

³ Turunç G. (1999), op cit, p 92.

Section 3. Intégration financière et croissance économique : identification de la relation

1. La libéralisation du compte capital : un élément déterminant pour l'intégration financière

La littérature économique suggère que la libéralisation des flux de capitaux est l'un des facteurs déterminants de la croissance économique, car elle fournit un appui favorable à l'intégration financière entre les pays et à la croissance économique¹. Cependant, se référant à diverses approches et conditions initiales, certains pays ont réussi à libéraliser leurs comptes de capital tout en parvenant à maintenir la stabilité du secteur financier, tandis que d'autres pays ont connu de graves crises financières. L'expérience de nombreux pays a montré que la libéralisation financière interne et celle du compte de capital peuvent accroître le risque de la survenance des crises financières lorsqu'elles ne sont pas accompagnées par une supervision prudentielle et une réglementation robuste. Ainsi, les recherches et l'expérience confirment que les politiques macroéconomiques sont également essentielles pour une libéralisation réussie. Celles-ci aidant à prévenir l'aggravation des déséquilibres déstabilisants sur les marchés financiers et à atténuer les effets néfastes de la crise financière².

Au cours des deux dernières décennies, de nombreux pays en développement ont pris des mesures pour libéraliser leurs comptes de capital ainsi que leurs transactions financières afin de profiter du plus grand nombre de liquidité globale et de réaliser un rendement plus élevé à travers le monde. Il est bien connu que les flux financiers et de capitaux peuvent jouer un rôle fondamental dans la stimulation de la croissance économique et, par ricochet, dans l'élévation des niveaux de vie, et ce en augmentant l'allocation du capital basée sur la productivité et le taux de rendement entre les pays bénéficiaires. Toutefois, suite à la crise financière mondiale, des préoccupations ont été soulevées quant à un risque d'intégration financière rapide dans les pays en développement, en l'absence des réformes nécessaires pour assurer la prudence et atténuer les risques potentiels. Pour justifier ces arguments, certains économistes

¹ Zenasni S. and Benhabib A. (2012), "Capital Account Liberalization and Economic Growth in Developing Economies: An Empirical Investigation", *Working Papers on Global Financial Markets*, No. 40, November, p 7.

² Eichengreen B., Mussa M., Dell'Ariccia G., Detragiache E., Milesi-Ferretti G. M. et Tweedie A (1999), "Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues", *IMF Economic Issue*, No.17, February.

affirment que les expériences précédentes de la libéralisation financière ont, peut-être, tourné au désastre et contribué largement au déclenchement des crises financières au Mexique (1994), en Asie du Sud-Est (1997), en Russie (1998), au Brésil (1999), en Turquie (2001) et en Argentine à la fin 2001 et début 2002.

Du point de vue de la diversité de ses affectations tant industrielles que géographiques, la mobilité du capital est importante pour favoriser une allocation efficiente du capital. Une économie est intégrée internationalement si les flux de capitaux peuvent entrer et sortir librement du pays et si les actifs financiers nationaux sont de bons substituts des actifs financiers des autres pays. Cette vision générale nous conduit à considérer deux concepts : le degré d'ouverture et le degré d'intégration du pays ; l'ouverture et donc la mobilité internationale des capitaux, n'étant que le premier pas vers l'intégration.

L'intégration financière réelle d'une économie sous-développée a pour conséquence d'aggraver les soldes extérieurs négatifs. Et un pays dont la croissance est plus rapide que celle des autres devrait, en principe, faire face à un déséquilibre de balance plus important. Le lien entre les flux de capitaux et la croissance économique a fait l'objet d'un débat théorique et empirique entre deux courants. Les uns considèrent que la libre circulation des capitaux est source de gains considérables car, argument-ils, une réallocation des ressources entraîne une croissance plus forte et un plus grand transfert de technologie consécutifs à une augmentation du niveau et de la qualité des investissements. Pour les autres, la libre circulation des capitaux engendre des crises et accentue les fluctuations dues aux problèmes d'asymétrie d'information et aux aléas moraux. Un afflux massif de capitaux provoque de très fortes pressions sur les taux d'intérêts et celui de change.

Durant la seconde moitié des années 1990, plusieurs pays ont subi des crises financières. Par exemple, pour la période allant de 1996 à 1997, la Corée du Sud, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande ont perdu près de 100 milliards de dollars de capitaux, soit 11% de leur PIB. De nombreuses évidences empiriques confirment l'opinion selon laquelle la suppression des restrictions de mouvements de capitaux engendre une instabilité financière accrue (*Eichengreen, Rose et Wyplosz*

1995; Rossi 1999 ; Demirgüç-Kunt et Detragiache 1998)¹. Dans une analyse en données panel effectuée sur 8 pays développés et 19 pays en développement durant la période 1977-1999, Wyplosz (2002) a constaté que l'indice standard « l'ouverture du compte capital » a un impact significatif sur l'indice « pressions des marchés de change », ce qui représente, selon lui, un bon indicateur de l'instabilité financière. Suivant la libéralisation du compte capital, l'indice « pressions des marchés de change » indique une tendance à la hausse de la valeur de la monnaie et aux fluctuations de celle-ci. L'auteur souligne également que bien que ces fluctuations ne soient pas assez fortes pour être interprétées comme une crise, elles peuvent être à l'origine d'une véritable crise.

Dans la littérature économique, il existe deux courants théoriques sur les effets de la mobilité des capitaux dans un contexte de libéralisation du compte de capital². Le premier s'appuie fortement sur les prédictions du modèle néoclassique pour lequel la libéralisation du compte de capital permet de faciliter l'allocation efficace des ressources au niveau international (voir, par exemple, Obstfeld 1998 ; Rogoff 1999 ; Summers 2000 ; et Fisher 2003). Le second courant, cité par Rodrik (1998), soulève des doutes quant à la sagesse de la libéralisation des mouvements de capitaux comme un choix public stratégique. A cet égard, Eichengreen (2001), et Prasad, Rogoff, Wei et Kose, (2003) s'interrogent sur la capacité de la libéralisation à garantir une utilisation productive des flux de capitaux, un cadre institutionnel idéal et, ainsi, à faciliter l'intermédiation efficace de ces flux.

A ce stade de l'analyse, il est nécessaire de savoir si la libéralisation du compte de capital augmente nécessairement le risque des crises financières ou, au contraire, si cette politique est capable de générer des gains à l'économie du pays à travers l'amélioration des niveaux de la croissance économique. Cette question a des implications politiques importantes sur de nombreux pays en développement qui ont du mal à suivre la vitesse imprimée et le degré de libéralisation du compte de capital. Pour apporter un éclairage supplémentaire sur ces questions, il semble important de comprendre comment la

¹ Daianu D. and Vranceanu R. (2002), "Opening the Capital Account of Transition Economies: How Much and How Fast", *William Davidson Institute Working Paper*, No. 511, September, p 8.

² Dincer N., Kandil M., et Trabelsi M., (2011), "On Capital Flows and Macroeconomic Performance: Evidence Before and After the Financial Crisis in Turkey", Presented at *ERF 17th Annual Conference* in Turkey, 20th-22th March, p 2.

libéralisation du compte de capital affecte la dynamique des variables macroéconomiques domestiques dans les pays qui ont entrepris une telle politique.

Parmi les facteurs déterminants qui ont entraîné la croissance rapide des flux internationaux de capitaux ¹:

- la suppression des restrictions réglementaires sur les transactions du compte de capital qui est concomitante à la libéralisation économique et à la déréglementation dans les pays industrialisés et ceux en développement ;
- la stabilisation macroéconomique et les réformes des politiques économiques dans les pays en développement ;
- la multilatéralisation des échanges : ce facteur a encouragé les transactions financières internationales destinées à couvrir les risques commerciaux et de change ;
- la croissance des instruments financiers (tels que les swaps, les options et les contrats à terme).

En utilisant des données pour environ 100 pays industrialisés et en développement durant la période 1975-1989, *Rodrik (1998)*² étudie la croissance du PIB durant les années où le compte de capital était libre de toutes restrictions (selon l'indicateur binaire construit par l'FMI). Les résultats de l'étude montrent qu'il n'existe aucun lien entre l'ouverture du compte de capital et la croissance économique. En pratique, les études empiriques utilisent les variables *proxy* des *restrictions gouvernementales sur les flux de capitaux* ou des *mesures des flux de capitaux internationaux réels*. L'étude de *Quinn (1997)*³ est l'un des premiers travaux qui ont traité la relation entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique. *Quinn (1997)* a utilisé une variable *proxy* pour mesurer le degré de restriction du compte de capital. En utilisant un échantillon de 58 pays au cours de la période 1960-1989, les estimations empiriques de Quinn ont affirmé que la libéralisation du compte de capital affecte significativement la croissance du PIB réel.

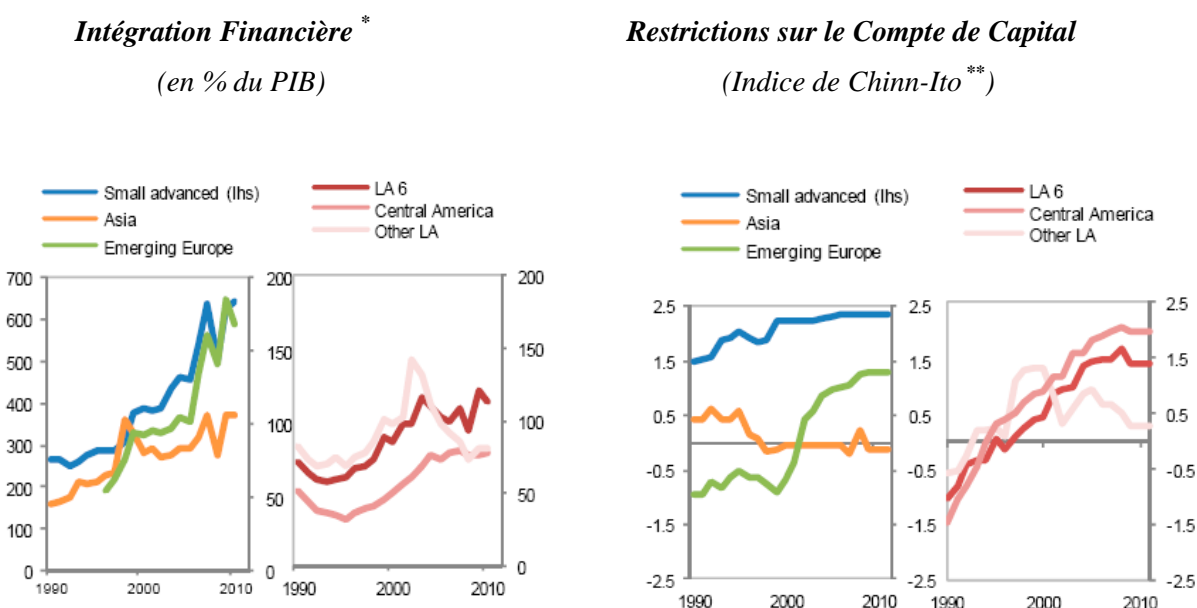
¹ Eichengreen B., et Mussa M. (1998), "Capital Account Liberalization and the IMF", *Finance and Development Magazine*, IMF, Vol. 35, N. 4, December, p 16 et 17.

² Rodrik D. (1998), "Who Needs Capital-Account Convertibility?" in Peter Kenen (ed), *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? Essays in International Finance* no. 207, Princeton: Princeton University Press (May), pp 55-65.

³ Quinn D. (1997), "The Correlates of Changes in International Financial Regulation", *American Political Science Review*, Vol. 91, pp. 531-551.

Ces dernières décennies, l'économie mondiale a connu une transformation importante caractérisée essentiellement par les mouvements croissants de l'intégration financière. Comme le montre la figure ci-dessous (figure 2.3), cette intégration résulte, en grande partie, du processus de la libéralisation financière graduelle et de l'élimination des restrictions imposées sur les mouvements internationaux de capitaux, notamment durant les années 1990.

Figure 2.3 : L'ouverture financière dans les pays développés et en développement (1990-2010)



Source: Adler G., et Tovar C. E. (2012), "Riding Global Financial Waves: The Economic Impact of Global Financial Shocks on Emerging Market Economies", *IMF Working Paper*, No. 12/188, July, p 7.

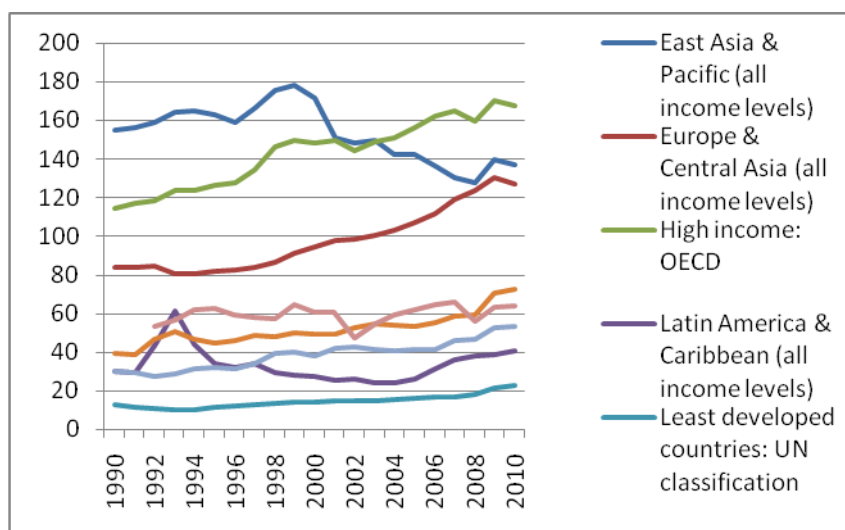
En outre, dans les pays développés et émergents, les marchés financiers sont passés d'une faible position initiale du système financier à un processus d'approfondissement financier considérable. Cela est particulièrement évident dans le cas des marchés boursiers qui n'existaient pas auparavant. Par rapport à d'autres régions, les marchés boursiers des pays en développement (tels que les pays du MENA) restent peu profonds comme le montre la figure ci-dessous (figure 2.4). À cet égard, on peut dire que

* Elle est mesurée par l'addition de l'actif extérieur au passif extérieur (le net des réserves internationales et de la dette extérieure officielle).

** Cet indice est basé sur les variables muettes binaires qui codifient la tabulation des restrictions sur les transactions financières transfrontalières présentées dans le rapport annuel du FMI sur les régimes et les restrictions de change (AREAER). Des valeurs plus élevées de cet indice indiquent l'existence d'un degré élevé de l'ouverture du compte capital d'un pays donné.

l'accélération du rythme de l'approfondissement financier dans les pays en développement nécessite l'élimination de toutes les barrières qui entravent le développement des systèmes financiers et, par conséquent, l'amélioration de la croissance économique.

Figure 2.4 : L'approfondissement financier dans différentes régions du monde (mesuré par l'indicateur "crédit domestique au secteur privé"), 1990-2010



Source : World Development Indicators and Global Development Finance, The World Bank, 2012.

2. L'investissement direct étranger : facteur clé de l'intégration financière et la croissance

La mondialisation accrue au cours des deux dernières décennies a généré une forte croissance de l'activité internationale et des investissements directs étrangers. Ceux-ci ont progressé à un rythme phénoménal depuis le début des années 90, et le marché mondial est devenu plus concurrentiel. L'attrait grandissant des pays en développement tient en partie à la gamme d'actifs «créés» qu'ils offrent aux investisseurs. L'IDE est devenu, donc, une source importante de financement extérieur privé pour les pays vu que, théoriquement, il offre plus d'avantages que d'autres types de flux financiers. En plus de l'augmentation du stock de capital national, il a un impact positif sur la productivité grâce aux transferts technologiques et aux compétences de gestion. Cette forme de financement est considérée comme la moins volatile (du fait qu'elle rend les pays moins vulnérables aux brusques arrêts et reprises de flux) des différents types de flux de capitaux.

Les flux de capitaux privés entrant dans une entreprise ou dans un Etat peuvent être classés dans les trois grandes catégories suivantes : les placements de portefeuilles (les investissements indirects) ; les flux financiers (principalement les prêts bancaires) et les investissements directs¹.

- *Les investissements de portefeuille* : cela consiste, entre autres, à investir dans les actions ou les obligations d'une entreprise donnée. L'objectif poursuivi par ces opérations n'est pas de prendre le contrôle de la firme en question car il s'agit le plus souvent d'investissement à court terme visant de meilleurs rendements.

- *Les prêts bancaires* : il s'agit d'un ensemble de capitaux prêtés à des conditions commerciales généralement instables et imprévisibles d'une année à une autre aux grés de la préférence ou de la défaveur manifestées par les banques d'affaires pour un pays ou une région donnée.

- *Les investissements directs à l'étranger* : ce sont des opérations destinées à la création d'entreprises à l'étranger ou à une prise de participation dans les firmes étrangères.

En somme, on peut dire que parallèlement à l'essor des échanges de biens et de services, les flux internationaux de capitaux ont eux aussi connu une croissance extraordinaire. Ces mouvements de capitaux prennent des formes diverses, mais sont aujourd'hui particulièrement présents sous forme d'IDE (investissements directs à l'étranger).

2.1 Définition de l'investissement direct étranger

Le terme "investissement direct étranger" a été défini de plusieurs manières. Il peut être, par exemple, « *un investissement en actions réalisé par une entité non-résidente avec un seuil minimum de participation étrangère par rapport à la valeur totale de l'investissement* »².

L'investissement direct étranger (IDE) se distingue des autres grands types de flux de capitaux privés extérieurs, dont les investissements de portefeuille ou les prêts bancaires. En fait, les IDE sont les entrées nettes d'investissements pour acquérir une participation durable (10 pour cent ou plus des droits de vote) dans une entreprise opérant dans une autre économie que celle de l'investisseur. Il s'agit de la somme des

¹ Kinda T. (2006), "Les déterminants des flux de capitaux privés dans l'UMOA : une approche sur données de panel", Published in *Revue de la Stabilité Financière dans l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine*, Vol. 2, June, pp. 41-68.

² Reggad S. (2008), "Foreign Direct Investment: The Growth Engine to Algeria", *Korea Review of International Studies*, Vol. 11, No. 1, p 81.

fonds propres, du réinvestissement des bénéfices et d'autres capitaux à long et à court terme*.

Selon le rapport de l'*OCDE (1996)*, l'investissement direct étranger (IDE) est défini comme étant un investissement impliquant une relation à long terme et un intérêt durable effectués par une entité résidant dans un pays (investisseur direct étranger ou une entreprise mère), dans une entreprise résidant dans un pays autre que celui de l'investisseur¹.

L'IDE est une mesure de la propriété étrangère des actifs productifs, tels que les usines, les mines et les terres. L'augmentation de l'investissement étranger peut être utilisée comme une mesure de la mondialisation économique croissante. Ce type de financement extérieur peut être entrepris par des individus ainsi que par des entités commerciales.

Les flux d'IDE comprennent, entre autres, le capital fourni (directement ou par le biais d'autres entreprises connexes) par un investisseur direct étranger à une entreprise d'IDE. Il comporte trois éléments²:

- Le capital social : c'est l'achat, par l'investisseur étranger, d'actions d'une entreprise dans un pays autre que le sien.
- Les bénéfices réinvestis : ils comprennent la part de l'investisseur (en proportion de participation directe) des bénéfices non distribués sous forme de dividendes par les filiales, ou des gains non versés à l'investisseur direct. Ces bénéfices non distribués par les filiales sont réinvestis.
- Les prêts intra-entreprises (ou les opérations de la dette intra-entreprise) : ils réfèrent à des emprunts à court ou à long terme ainsi qu'à des prêts de fonds entre les investisseurs directs (les sociétés mères) et les entreprises d'affiliation.

* International Monetary Fund, International Financial Statistics and Balance of Payments databases, World Bank, Global Development Finance, and World Bank and OECD GDP estimates.

¹ OECD (1996), "OECD Detailed Benchmark Definition of Foreign Direct Investment", third edition, p 7 et 8. Disponible à : <http://www.oecd.org/investment/investmentpolicy/2090148.pdf>.

² UNCTAD (2009), "World Investment Report 2009: Transnational Corporations, Agricultural Production and Development", *United Nations Conference on Trade and Development*, New York and Geneva, p 243.

Selon *Nicoletti et al. (2002)*, l'IDE est défini comme une catégorie de l'investissement international au moyen de laquelle un investisseur résidant dans un pays obtient un intérêt durable et une influence significative dans la gestion d'une entité résidant dans un autre pays. Une telle opération offre la possibilité de créer une entreprise entièrement nouvelle (investissement de création) ou, plus généralement, de modifier le statut de propriété des entreprises existantes (par le biais de fusions et d'acquisitions). Cette désignation est également attribuée à d'autres types de transactions financières entre des entreprises apparentées, notamment le réinvestissement des bénéfices de l'entreprise ayant obtenu l'IDE, ou d'autres transferts en capital¹.

L'activité dans le domaine de l'IDE peut être mesurée de deux façons différentes²: les flux et stocks d'investissements "financiers", et l'activité "réelle" des filiales étrangères dans les pays d'accueil. L'IDE contribue de manière considérable à la stimulation de la croissance économique car il est plus stable que les autres formes de financement extérieur (investissements de portefeuilles, prêts bancaires, ...). Cet important type de financement présente de nombreux avantages³. Ainsi, il est une source de capital qui permet de créer les emplois dans les pays d'accueil, de faciliter aussi aux investisseurs l'accès aux marchés étrangers, de favoriser le commerce et le transfert de technologies, d'améliorer la compétition entre les entreprises étrangères et celles locales et, enfin, d'affecter positivement le rendement des entreprises locales en termes de technologie et d'efficacité.

En somme, on peut dire que l'investissement direct étranger est un outil important de croissance et de développement économique d'un pays puisqu'il participe au développement de l'économie en y injectant des capitaux, en créant de nouveaux emplois, en mettant à la disposition des opérateurs des technologies et des techniques de gestion nouvelles et en contribuant à la création de nouveaux débouchés dans un climat commercial plus attractif.

¹ Nicoletti G., Golub S., Hajkova D., Mirza D., et Yoo. K-Y (2003), "Policies and International Integration: Influences on Trade and Foreign Direct Investment", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 359, p 77.

² Nicoletti G., Golub S., Hajkova D., Mirza D., et Yoo. K-Y (2003), op cit, p 77.

³ Görg H., et Greenaway D. (2004), "Much Ado about Nothing? Do Domestic Firms Really Benefit from Foreign Direct Investment?", *The World Bank Research Observer*, Vol. 19, No. 2, pp 171-197.

2.2 Revue de littérature sur le lien entre IDE et croissance économique

L'importance relative au flux des IDE (la forme la plus importante de financement international privé pour les économies émergentes) a augmenté de manière significative ces dernières années. Parallèlement à la croissance rapide des flux des IDE, une abondante littérature théorique et empirique s'est développée ces dernières années pour chercher à déterminer les avantages théoriques de ces flux sur l'économie de chaque pays (*MacDougall 1960 ; Bornschier et al 1978 ; Grossman et Helpman 1991 ; Borensztein, Lipsey et Zejan 1992 ; De Gregorio 1993 ; Borensztein, De Gregorio et Lee 1998 ; Berthelemy et Demurger 2000 ; Choe 2003 ; Güner et Yılmaz 2007 ; Massoud 2008 ; Tiwari et Mutascu 2010 ; Rogmans 2011 ; Adeniyi et al 2012*). Les résultats auxquels ont abouti les différents auteurs sont mitigés. Certains ont conclu qu'il n'existait pas de liens positifs (et/ou ont reconnu l'existence de résultats mixtes) entre l'investissement direct étranger et la croissance économique (*Bornschier et al 1978 ; Aitken et Harrison 1999 ; Alfaro et al 2002 ; Carkovic et Levine 2002 ; Effendi et al 2003 ; Massoud 2008*). D'autres études ont, au contraire, trouvé que les IDE affectent positivement et significativement la croissance économique à long terme (*Fry 1993 ; Obwana 1996 ; De Mello 1999 ; Zhang 2001 ; Bengoa et al 2003 ; Basu et Guariglia 2007 ; Türkcan et al 2008 ; Jun-Yi et Chih-Chiang 2008 ; Agrawal et Khan 2011 ; Adeniyi et al 2012*). En fait, ces études ont identifié les conditions nécessaires pouvant aider les pays en développement à utiliser pleinement les avantages potentiels des investissements directs étrangers.

Depuis les années 90, l'investissement direct étranger progresse à un grand rythme; du coup, le marché mondial a connu une concurrence accrue. L'engouement, sans cesse croissant, suscité auprès des pays en développement tient en partie à la gamme d'actifs «créés» qu'ils offrent aux investisseurs. En un temps relativement court, cette forme de financement très efficace (IDE) est donc devenue une source importante de financement extérieur privé pour les pays. Sa croissance rapide et sa grande influence ont suscité de nombreuses études portant sur les déterminants, les canaux de transmission et les effets des IDE sur la croissance économique dans les pays développés et ceux en développement. L'Algérie, à l'exemple d'autres économies en développement, a, elle aussi, opté, ces derniers temps, pour une politique économique basée sur les IDE et ce

afin d'accroître la compétitivité de son économie. Les flux des investissements attirés restent, toutefois, relativement faibles et leur impact sur la croissance reste ambigu.

Dans la littérature économique, de nombreux travaux ont mis en exergue l'influence des IDE sur la croissance économique. Cette littérature a mis en évidence les différents canaux par lesquels l'IDE peut exercer des effets positifs directs et indirects sur la croissance (*De Gregorio, 1992 ; Blomström, Lypsey et Zejan, 1992 ; Balasubramanyam et al, 1996 ; Zhang, 2001 ; Borensztein, De Gregorio et Lee, 1998 ; Sanchez-Robles, 1998 ; De Mello, 1999*). En parallèle, les nombreux travaux confirmant ce lien, ont exploré les différents aspects des effets de l'IDE tels que (i) le transfert technologique (ii) l'introduction de nouveaux processus (iii) les gains de productivité et (iv) l'ouverture de nouvelles opportunités de marché. L'IDE est généralement considéré comme un canal par lequel la technologie est capable de se propager des pays développés vers les pays en développement. Selon *Chen (1992)*¹, le développement des investissements directs étrangers en général joue un rôle positif dans la stimulation de la croissance économique dans les pays d'accueil.

De plus, *Blomström and Kokko (1997)*², la théorie économique fournit deux approches pour étudier les effets de l'IDE dans les pays d'accueil. La première est enracinée dans la théorie standard du commerce international et remonte à l'étude de MacDougall (1960). C'est une approche comparative-statique de l'équilibre partiel destinée à examiner la manière dont sont faites les augmentations marginales des investissements étrangers. La prédiction principale concernant ce modèle est que les entrées des capitaux étrangers -qu'elles soient sous forme d'IDE ou d'investissements de portefeuille- vont augmenter la productivité marginale du travail et celle du capital dans les pays d'accueil. La deuxième approche s'écarte de la théorie de l'organisation industrielle qui a été mise au point par Hymer (1960)*. Celle-ci suggère que, pour être en mesure d'investir dans la production sur les marchés étrangers, une entreprise doit posséder un actif (par exemple, la technologie des produits ou les compétences en marketing et en management) qui peut être mis à profit dans la société étrangère affiliée.

¹ Chen, E. K.Y. (1992), "Changing Pattern of Financial Flows in the Asia-Pacific Region and Policy Responses", *Asian Development Review*, Vol. 10, No 2, pp. 46-85.

² Blomström M. et Kokko A. (1997), "How Foreign Investment Affects Host Countries", *Policy Working Paper Series*, No 1745, March, p 2.

* D'autres contributions importantes ont été faites par *Buckley et Casson (1976), Caves (1971), Dunning (1973), Kindleberger (1969), et Vernon (1966)*, entre autres.

Dans leur étude, *Blomström and Kokko (1997)* affirment que l'investissement étranger direct favorise le développement économique en permettant d'améliorer la croissance de la productivité et celle des exportations.

Dans une recherche menée sur la Chine, *Dess (1998)*¹ constate que l'IDE affecte positivement et significativement la croissance économique chinoise à long terme par le biais de son influence sur le changement technique. *Borensztein, De Gregorio et Lee (1998)*² ont présenté un modèle dans lequel le degré des progrès technologiques était le déterminant principal de la croissance économique à long terme. En étudiant le cas de 69 pays en développement, les résultats suggèrent que l'IDE, qui est un outil important pour le transfert de technologie, contribue à la stimulation de la croissance économique plus que l'investissement domestique.

Bien que certaines études empiriques aient reconnu l'existence d'une corrélation positive entre l'IDE et la croissance, plusieurs autres travaux affirment l'inverse. A l'instar de ces études, celle d'*Aitken et Harrison (1999)*³, portant sur les bénéfices des IDE pour les firmes domestiques, a montré que l'effet net de l'IDE sur la productivité de l'entreprise est négligeable. *De Gregorio (1999)*⁴ a testé les effets des IDE sur la croissance économique en utilisant un échantillon de 69 pays en développement au cours des deux dernières décennies. Les résultats confirment que l'IDE est, en fait, un outil important pour le transfert de la technologie, et peut donc contribuer à l'amélioration de la croissance plus que l'investissement domestique. De même, *Bosworth et al. (1999)*⁵ ont utilisé les techniques de régression de panel pour évaluer l'impact des entrées de capitaux sur l'épargne et l'investissement pour un groupe de 58 pays en développement durant la période 1978-1995. Ils ont constaté que les flux d'IDE ont un effet positif sur l'investissement, alors que les flux de portefeuille n'ont aucun effet perceptible.

¹ Dess S. (1998), "Foreign Direct Investment in China: Determinants and Effects", *Economics of Planning*, Vol. 31, No 2, pp. 175-194.

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

³ Aitken B. J., et Harrison A. E. (1999), "Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela", *The American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, June, pp. 605-618.

⁴ De Gregorio J. (1999), op cit, p 158.

⁵ Bosworth B. P., Collins S. M., et Reinhart C. M. (1999), "Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1999, No. 1, pp. 143-180.

Comme souligné par Agénor (2001), l'IDE peut faciliter le transfert ou la diffusion de gestion et le savoir-faire technologique et améliorer les compétences de la main-d'œuvre (comme résultats de l'application du principe "*learning by doing*"). En outre, l'augmentation du degré d'intégration des marchés mondiaux des capitaux s'est accompagnée d'une augmentation significative des flux de capitaux privés vers les pays en développement. Les flux d'investissements directs et les investissements de portefeuille vers les pays en développement -de plus en plus ouverts- ont augmenté rapidement au cours des années 1980 et 1990. Cette tendance à la hausse a engendré l'augmentation de l'incidence de la volatilité financière et les crises de change dans la seconde moitié des années 1990¹.

Néanmoins, Ogutucu (2002)² soutient que l'investissement étranger direct est un important catalyseur pour le développement et l'intégration des pays en développement dans l'économie mondiale. En utilisant la technique de cointégration et le modèle de correction d'erreur pour examiner le lien entre l'IDE et la croissance économique en Inde, Chakraborty et Basu (2002)³ constatent que les investissements directs étrangers ne causent pas le PIB de l'Inde. Dans la même optique, Alfaro (2003)⁴ a fait une analyse sectorielle en utilisant la méthode MCO et des données transnationales au cours de la période 1981-1999. Alfaro affirme que, même s'il semble naturel d'affirmer que l'IDE peut avoir de grands avantages pour les pays d'accueil, les avantages de ces investissements étrangers varient considérablement entre les secteurs et ce en examinant l'effet de l'IDE sur la croissance dans les secteurs primaire, manufacturier, et le secteur des services. Les principaux résultats indiquent que l'IDE dans le secteur primaire* a un effet négatif sur la croissance, tandis que l'investissement dans le secteur industriel affecte positivement la croissance économique ainsi que l'effet de l'investissement sur la croissance dans le secteur des services est ambigu.

¹ Agénor P-R. (2001), "Benefits and costs of international financial integration: theory and facts", *Policy Research Working Paper*, No. 2699, The World Bank, October, p 3.

² Ogutcu M. (2002), "Foreign Direct Investment and Regional Development: Sharing experiences from Brazil, China, Russia and Turkey", *OECD Working Paper*, No 38.

³ Chakraborty C., et Basu P. (2002), "Foreign direct investment and growth in India: A cointegration approach", *Applied Economics*, Vol. 34, Issue 9, pp. 1061-1073.

⁴ Alfaro L. (2003), "Foreign Direct Investment and Growth: Does the Sector Matter?", *Working Paper*, Harvard Business School, April.

* C'est le secteur qui rassemble l'ensemble des activités qui produisent des matières premières non transformées.

Par ailleurs, Kohpaiboon (2003)¹ a étudié le cas de la Thaïlande (au cours de la période 1970-1999) pour examiner le lien de causalité entre l'IDE et la croissance. En introduisant la variable des exportations dans l'équation "croissance-IDE", il a montré que l'impact de l'IDE sur la croissance tend à être supérieur dans un régime commercial de promotion des exportations comparativement à un régime de substitution des importations. Ces résultats ont été confirmés également par Balamurali et Bogahawatte (2004)² dans une étude effectuée sur le cas du Sri Lanka durant la période 1977-2003. Ces auteurs ont souligné que de meilleures réformes de la politique commerciale (promotion de l'investissement direct étranger et de l'investissement intérieur) et la restauration de la compétitivité internationale permettent d'élargir et de diversifier les exportations du pays ; du coup, cela permet, à son tour, d'accélérer la croissance économique à long terme. Baharumshah et Thanoon (2006)³ ont utilisé un modèle de panel dynamique et démontré que l'investissement direct étranger contribue positivement dans le processus de croissance des économies asiatiques. En d'autres termes, cette étude a affirmé que les pays qui ont réussi à attirer les IDE ont pu réaliser des taux de croissance plus élevés que ceux qui découragent les investissements étrangers.

En se basant sur un certain nombre de déterminants se rapportant à la relation entre les IDE et la croissance économique (tels que le capital humain, le niveau des exportations, la stabilité macroéconomique, le niveau du développement financier, les investissements publics et d'autres déterminants), Neuhause (2006)⁴ a montré qu'il existe trois principaux canaux par lesquels les IDE peuvent influencer le changement technologique, améliorer le stock de capital et générer, ainsi, un taux élevé de la croissance économique : (i) la transmission directe (via "*Greenfield Investments*"), (ii) la transmission indirecte (via "*Ownership Participation*") et (iii) le canal intermédiaire de

¹ Kohpaiboon A. (2003), "Foreign Trade Regime and FDI-Growth Nexus: A Case Study of Thailand", *Journal of Development Studies*, Vol. 40, No. 2, pp. 55-69.

² Balamurali N., et Bogahawatte C. (2004), "Foreign Direct Investment and Economic Growth in Sri Lanka", *Sri Lankan Journal of Agricultural Economics*, Vol. 6, No. 1, pp. 37-50.

³ Baharumshah A., et Thanoon M. (2006), "Foreign capital flows and economic growth in East Asian countries", *China Economic Review*, Vol. 17, Issue 1, January, pp. 70-83.

⁴ Neuhause M. (2006), "The impact of FDI on economic growth: an analysis for the transition countries of Central and Eastern Europe", Ed. Physica Verlag Heidelberg, Germany.

transmission ("*Technology Spillover*"). A son tour, l'étude d'*Alfaro et al. (2006)*¹ a révélé que l'augmentation des niveaux de l'IDE génère trois fois plus de croissance supplémentaire dans les pays financièrement très développés que dans les pays financièrement peu développés.

L'étude de *Bhandari et al. (2007)*² a conclu que l'augmentation du stock des capitaux domestiques et l'afflux des investissements directs étrangers sont les principaux facteurs qui influent positivement sur la croissance économique dans les pays d'Europe orientale. *Won et al. (2008)*³ ont, pour leur part, concentré leur analyse sur le cas de pays d'Asie nouvellement industrialisé. Le modèle VAR utilisé dans leur analyse montre que l'ouverture de l'économie, mesurée principalement par les exportations et les entrées des IDE, est le facteur le plus significatif ayant contribué à la croissance rapide des économies asiatiques nouvellement industrialisés.

De même, *Anwar et Nguyen (2010)*⁴ ont examiné le lien entre la croissance économique et les IDE au Vietnam au cours de la période 1996-2005. En utilisant un modèle à équations simultanées, leurs résultats suggèrent que l'impact de l'IDE sur la croissance au Vietnam sera plus important si plus de ressources sont investies dans l'éducation, le développement des marchés financiers et la réduction de l'écart technologique entre les entreprises étrangères et domestiques. *Tiwari et Mutascu (2010)*⁵ ont effectué une analyse empirique pour examiner les effets des IDE sur la croissance économique de 23 pays asiatiques durant la période 1986-2008. Les résultats de l'étude montrent que les IDE et les exportations permettent aux pays sur lesquels a porté l'étude d'améliorer leur croissance économique.

¹ Alfaro L., Chanda A., Kalemli-Ozcan S., et Sayek S. (2006), "How Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth? Exploring the Effects of Financial Markets on Linkages", *NBER Working Paper*, No. 12522, September.

² Bhandari R., Dhakal D., Pradhan G., et Upadhyaya K. (2007), "Foreign Aid, FDI and Economic Growth in East European Countries", *Economics Bulletin*, Vol. 6, No. 13, April, pp. 1-9.

³ Won Y., Hsiao F., et Yang D. (2008), "FDI Inflows, Exports and Economic Growth in First and Second Generation ANIEs: Panel Data Causality Analyses", *KIEP Working Paper*, No. 08-02, April, pp. 11-86.

⁴ Anwar S., et Nguyen L. (2010), "Foreign direct investment and economic growth in Vietnam", *Asia Pacific Business Review*, Vol. 16, No. 1-2, January-April, pp. 183-202.

⁵ Tiwari A. et Mutascu M. (2010), "Economic growth and and FDI in ASIA: A panel data approach", *MPRA Paper No. 28172*, December.

Agrawal et Khan (2011)¹ ont étudié l'impact de l'IDE sur la croissance économique de 5 pays asiatiques (Chine, Japon, Inde, Corée du Sud, Indonésie) durant la période 1993-2009. Cette étude confirme que l'IDE favorise la croissance économique ; elle prévoit, en outre, qu'un dollar d'IDE entraîne une hausse du PIB d'environ 7 dollars dans chacun des cinq pays. De plus, Adeniyi et al (2012)² ont examiné le lien de causalité entre l'IDE, la croissance économique et le développement financier dans quelques petites économies ouvertes en développement. En utilisant un modèle à trois variables qui applique le test de causalité de Granger dans un Vecteur à Correction d'Erreur (VCE) durant la période 1970-2005, les résultats montrent que le degré de la sophistication financière est important pour bénéficier des avantages de l'investissement direct étranger sur la croissance économique dans les économies étudiées.

En somme, nous pouvons constater que plusieurs études ont analysé cette relation, notamment pour le cas des pays en développement. La majorité de ces études ont abouti aux résultats selon lesquels les investissements directs étrangers, associés à d'autres déterminants, ont un effet significativement positif sur la croissance économique des pays.

2.3 Les avantages des IDE

La liberté des flux internationaux de capitaux assure un meilleur taux de rendement économique. Ces flux internationaux de capitaux « libres de restrictions » peuvent présenter plusieurs avantages³: (i) réduire les risques pour leurs détenteurs en leur permettant de diversifier leurs prêts et investissements ; (ii) contribuer à la diffusion de pratiques optimales en matière de gouvernement d'entreprise, de règles comptables et d'application de la loi ; et (iii) limiter la mesure par laquelle les gouvernements peuvent mener de mauvaises politiques.

¹ Agrawal G., et Khan M. A. (2011), "Impact of FDI on GDP Growth: A Panel Data Study", *European Journal of Scientific Research*, Vol. 57, No. 2, pp. 257-264.

² Adeniyi O., Omisakin O., Egwaikhide F. O., et Oyinlola A. (2012), "Foreign Direct Investment, Economic Growth and Financial Sector Development in Small Open Developing Economies", *Economic Analysis & Policy*, Vol. 42, No. 1, March, pp. 105-127.

³ Loungani P., et Razin A. (2001), "L'investissement direct étranger est-il bénéfique aux pays en développement", *Finances et Développement*, Juin, p 6 et 7.

En plus de ces avantages, qui s'appliquent en principe à toutes sortes d'entrées de capitaux privés, *Feldstein (2000)* et *Razin et Sadka (à paraître)* notent que les gains procurés par l'IDE aux pays hôtes peuvent revêtir bien d'autres formes ¹:

- L'IDE permet des transferts de technologie (en particulier sous forme de nouveaux types d'intrants de capital fixe) que les investissements financiers ou le commerce des biens et services ne peuvent assurer. L'IDE peut aussi promouvoir la concurrence sur le marché intérieur des intrants.
- L'IDE s'accompagne souvent de programmes de formation du personnel des nouvelles entreprises, ce qui contribue au développement des ressources humaines du pays hôte.
- Les bénéfices engendrés par l'IDE augmentent les recettes fiscales du pays hôte.

Les pays choisissent souvent de renoncer à une partie de ces recettes quand ils réduisent les impôts sur les bénéfices des sociétés pour attirer l'IDE. Ainsi la forte diminution des recettes fiscales de ce type dans certains des pays membres de l'OCDE est peut-être imputable à cette concurrence.

L'IDE devrait donc, en principe, contribuer de ces diverses façons à l'investissement et à la croissance dans les pays hôtes.

2.4 Les déterminants et les types des IDE

2.4.1 Les types des investissements étrangers

Selon *Markusen (1995)*, les investissements internationaux sont composés de deux types d'IDE : horizontaux et verticaux². Le premier type vise le marché local et correspond à une recherche de marché (*market-seeking*) ; tandis que le second est tourné vers l'exportation et correspond à une recherche d'efficacité (*efficiency-seeking*). Quatre principales définitions, se rapportant à ces deux types, ont été utilisées dans la littérature économique. La première est fondée sur la motivation de la délocalisation. Un investissement à l'étranger est qualifié de vertical si l'objectif est de bénéficier des différences dans les coûts de facteurs de production, (*Hansen et al., 2003*). La deuxième définition est avancée par *Brainard (1993a)*, qui utilise la proportion de facteurs pour distinguer un investissement horizontal d'un investissement vertical. Cette méthodologie est basée sur les estimations de flux du commerce international. La troisième définition se base, elle, sur la distribution géographique des ventes des filiales

¹ Loungani P., et Razin A. (2001), op cit, p 7.

² Markusen J., R. (1995), "The Boundaries of Multinational Enterprises and the Theory of International Trade", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, N. 2, p 170.

étrangères (*Brainard 1993, 1997*) ; (*Lankes et Venables, 1997*). Enfin *Markusen (1995)* parle d'un IDE vertical lorsqu'il y a une séparation ou une segmentation géographique du processus de production¹.

2.4.1.1 Les IDE horizontaux

L'IDE horizontal consiste à créer des filiales pouvant toutes produire des biens ou services identiques ; chaque filiale prenant en charge l'approvisionnement son marché local. Ce type d'investissement vise à faciliter l'accès de l'investisseur à un marché étranger dans l'espoir de développements futurs. Deux facteurs sont à l'origine d'un IDE de type horizontal : les obstacles au commerce (barrières commerciales, coûts de transport, procédures administratives...), et les économies d'échelle. Le principe de l'investissement horizontal peut être décrit par un arbitrage²: d'un côté il y a les coûts et de l'autre les avantages. Ainsi, servir un marché extérieur par le biais d'une filiale de production au lieu d'exporter implique des coûts d'installation supplémentaires. Ces coûts s'ajoutent à ceux fixes et variables de production qui dépendent des coûts de facteurs de production et de la technologie utilisée. En contrepartie, des économies sont faites sur les coûts de transport et des tarifs douaniers. De plus, les investisseurs bénéficient d'une plus courte durée de livraison et peuvent réagir rapidement face aux variations de la demande. Par exemple, si les avantages dépassent les coûts, une firme multinationale procède à la création d'une nouvelle unité de production. La présence d'importants coûts de transport et la réalisation d'économies d'échelle sont à l'origine des modèles de l'IDE horizontal* qui préconisent un développement de l'activité de ces firmes entre les pays similaires.

2.4.1.2 Les IDE verticaux

Un IDE vertical a lieu quand une firme multinationale fragmente sa chaîne de production (conception, production et commercialisation) et répartit ses filiales dans différents pays avec pour objectif de produire des biens finis ou semi finis différents. Cette fragmentation de la production s'impose lorsqu'il s'agit d'exploiter les écarts entre les avantages comparatifs des pays et ce afin de minimiser ses coûts, maximiser ses profits et être en position de force vis-à-vis de ses concurrents locaux et

¹ Lafi M. (2009), "Stratégie horizontale, stratégie verticale et modèle « KC » des firmes multinationales : une revue théorique et empirique", *Les Cahiers du CEDIMES*, Vol. 3, N. 1, pp. 67-82.

² Lafi M. (2009), op cit, p 68.

* La firme nationale peut choisir d'installer des unités de production dans deux pays. Elle devient, donc, une multinationale intégrée horizontalement.

internationaux. Se basant sur le même principe d'arbitrage des coûts et des avantages de l'IDE horizontal, l'IDE vertical se réalise selon un arbitrage des coûts de production entre plusieurs sites. Une firme multinationale installe une filiale dans un pays étranger si les coûts de production sont moindres par rapport à son pays d'origine. Elle tend, ainsi, à installer des activités de forte intensité de main d'œuvre dans les pays en développement, et les activités intensives en technologie dans les pays développés¹.

2.4.2 Les déterminants des IDE

L'investissement direct étranger (IDE) est perçu comme une source importante de financement de l'économie notamment dans les pays en développement. Les recherches ont montré que le montant des IDE dépend d'un certain nombre de facteurs déterminants. La taille du marché ainsi que les perspectives de développement de l'économie du pays où l'investissement étranger est installé figurent parmi les plus importants déterminants de l'investissement direct étranger. Il est généralement supposé que si le pays dispose d'un grand marché, il peut se développer rapidement du point de vue économique et il est admis que les investisseurs seraient en mesure de tirer le meilleur parti de leurs investissements dans ce pays. La population d'un pays joue un rôle important pour attirer les investisseurs directs étrangers dans un pays.

Hormis les travaux réalisés sur la fragmentation internationale de la production, la théorie économique sur l'IDE est relativement peu développée. *Helpman (2006)*² a récemment rassemblé une nouvelle génération de travaux théoriques permettant de mieux comprendre les IDE en relation avec les choix d'organisation des firmes multinationales et avec les caractéristiques des secteurs et des contrats sur la base desquels elles opèrent, notamment en réponse aux opportunités et à la qualité institutionnelle offerte par les pays d'implantation.

Pour la littérature économique (Chakrabarti 2001 ; Kamaly 2003 ; Lim 2005 ; Bloningen 2005) plusieurs éléments peuvent justifier les flux d'IDE dans un pays. Il y a, entre autres (*Alaya et al. 2007*)³, les *flux industriels* (coûts de transport, coûts d'implantation, de production, avantages technologiques, agglomérations

¹ Lafi M. (2009), op cit, p 71-72.

² Helpman E. (2006), "Trade, FDI, and the Organization of Firms", *Journal of Economic Literature*, Vol. XLIV, September, pp. 589-630.

³ Alaya M., Nicet-Chenaf N., et Rougier E, (2007), "Politique d'attractivité des IDE et dynamique de croissance et de convergence dans les Pays du Sud Est de la Méditerranée", *Cahiers du GREThA*, No. 2007-06, Juin, p 4-5.

d'activités...); *flux commerciaux* (taille du marché, proximité de la demande, barrières à l'échange...) ; et *flux institutionnels* (politique fiscale ou commerciale, dispositions législatives en matière de rapatriement des capitaux ou de mouvement de capitaux, risque pays, appartenance à une zone d'intégration...).

Les mesures de politique économique suivantes peuvent être recommandées pour optimiser le volume d'IDE entrants : (i) établir et maintenir des systèmes légaux et réglementaires de protection des droits de propriété, créer des règles de fonctionnement des marchés transparentes et minimiser les charges et autres conséquences négatives de la réglementation ; (ii) mettre en œuvre des politiques macroéconomiques encourageant la croissance économique et réduisant l'inflation ; (iii) investir dans les infrastructures de transport et de communication afin de diminuer les coûts de coordination et de gestion des transactions commerciales internationales ; (iv) investir dans le système éducatif et les programmes de formation permanente afin d'améliorer la qualité de la main d'œuvre disponible ; (v) mettre en place un système d'incitations fiscales au bénéfice des investisseurs étrangers, entre autres, réduire le taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés ou faire appel à toute autre mesure de nature à procurer un avantage fiscal à l'investisseur ; (vi) réduire (voire même éliminer) les contraintes réglementaires s'appliquant aux investisseurs étrangers ; et (vii) promouvoir de façon active l'image du pays auprès des investisseurs potentiels en créant des agences de promotion des investissements.

Sur la base de la littérature existante, on peut affirmer que l'IDE dépend d'un certain nombre de facteurs déterminants, parmi eux ¹:

2.4.2.1 La taille du marché

La taille du marché est l'un des déterminants les plus importants de l'IDE. Elle est généralement mesurée par le PIB par habitant. Plusieurs études empiriques ont montré que l'augmentation du PIB par habitant est associée à une augmentation des entrées d'IDE dans les pays d'accueil. L'augmentation des revenus sont un signal d'une augmentation de la taille du marché et le pouvoir d'achat. *Kravis et Lipsey (1982)* ont trouvé une relation positive entre la taille du marché dans les pays d'accueil et la

¹ Anwar S., et Nguyen L. (2010), op cit, pp. 187-190.

décision d'implantation des multinationales américaines¹. *Chakrabarti (2001)* a trouvé une forte relation positive entre la taille du marché du pays d'accueil et les IDE.

2.4.2.2 La qualité et le développement des infrastructures de base

La disponibilité et le développement des infrastructures (tels que le transport routier, le transport ferroviaire) selon des normes internationales est un déterminant majeur de l'IDE pour les pays d'accueil. Autrement dit, une bonne infrastructure développée et évoluée est essentielle au maintien de la croissance économique d'un pays, car si ces conditions sont réunies le coût d'exploitation est faible ce qui accroît le rendement de l'investissement et donc favorise les IDE. Un certain nombre d'études empiriques ont utilisé différentes variables proxy pour mesurer le niveau de développement des infrastructures dans les pays d'accueil.

2.4.2.3 Le degré d'ouverture commerciale

L'attraction des IDE est également tributaire du degré d'intégration à l'économie mondiale. L'ouverture d'une économie est mesurée par le ratio des importations et des exportations par rapport au PIB, elle tient compte du fait que les économies plus ouvertes tendent à être plus vulnérables à la perte de l'accès au financement extérieur². Ainsi, la diminution des niveaux de restrictions sur les transactions commerciales avec l'extérieur tend à augmenter les IDE horizontaux dans les pays d'accueil. Cependant, l'IDE vertical qui est considérée comme un investissement qui ne cherche pas le marché ; dans ce cas, les firmes multinationales préfèrent s'installer dans des économies plus ouvertes (où les barrières commerciales ne sont pas nombreuses). *Jackson et Markowski (1995)*, *Balasubramanyam et Salisu (1991)*, et *Chakrabarti (2001)* ont utilisé le volume des exportations en tant que mesure de l'ouverture de l'économie. Ils ont trouvé une relation positive entre les exportations et les flux d'IDE. *Buckley et al. (2007)* ont fait appel à une mesure similaire. Cette étude utilise des exportations par habitant en tant que mesure de l'ouverture de l'économie vietnamienne. *Grossman et Helpman (1991)* et *Barro et Sala-i-Martin (2004)* ont fait valoir qu'un régime commercial plus ouvert mène à une plus grande capacité à absorber le progrès technologique et des biens d'exportation qui stimule la croissance économique.

¹ Kravis I. B. et Lipsey R. E. (1980), "The Location of Oversea Production and Production for Export by U.S. Multinational Firm", *NBER Working Paper*, No. 1482, June.

² Agénor P-R. (2001), op cit, p 35.

Grossman et Helpman (1991) et *Rodrik (1992)* ont fait remarquer que les exportations peuvent potentiellement créer de la croissance des forces d'accélération.

2.4.2.4 Le capital humain

Le coût de la main d'œuvre est un déterminant important des IDE. En fait, le capital humain est considéré depuis longtemps comme un facteur incontournable de la croissance économique. Il affecte aussi la croissance par le biais de son interaction avec l'IDE.

2.4.2.5 La stabilité macroéconomique

Alors que les premières études, comme celle de *Friedman (1977)*, ont mis en évidence le rôle du taux d'inflation (mesuré par l'indice des prix à la consommation, IPC) qui est un indicateur important de la stabilité macroéconomique d'un pays, des études récentes ont utilisé le taux de change réel comme un indicateur de la stabilité macroéconomique. La volatilité taux de change réel est considérée comme un indicateur de mauvaises politiques macro-économiques qui conduisent à un désalignement du taux de change réel ce qui entrave la croissance économique.

La stabilité économique est souvent citée par les investisseurs comme un des facteurs essentiels de leurs décisions d'implantation. A partir des travaux empiriques effectués sur les pays africains, incluant les pays d'Afrique du nord, *Basu et Srinivasan (2002)* insistent également sur l'aspect décisif pour les investisseurs d'un environnement favorable limitant les risques et augmentant la rentabilité des investissements grâce à la stabilité macroéconomique¹. *Lim (2001)*, *Bloningen (2005)*, *Froot et Stein (1991)* *Stevens (1998)* et *Klein et Rosengren (1994)*, confirment l'importance particulière que l'on doit accorder à la stabilité macroéconomique et en particulier, la stabilité des taux de change. Enfin, il existe une dimension macroéconomique du risque pays ou du climat des affaires qui concerne notamment les caractéristiques d'inflation, de dette et de réduction des déficits. Si celui-ci se dégrade, des conditions d'incertitude sur la valeur des actifs ou sur la fiscalité future vont être créées, ce qui va provoquer une influence négative sur la décision d'investir des firmes.

¹ Basu A. and Srinivasan K. (2002), "Foreign Direct Investment in Africa-Some Case Studies", *IMF Working Paper*, No. 02/61, March.

2.4.2.6 Le niveau de développement financier

Barro (1991) a fait valoir que le développement financier a un impact positif significatif sur la croissance économique. *King et Levine (1993)* ont suggéré que des niveaux plus élevés d'investissement intérieur sont positivement corrélés à la croissance économique plus rapide¹. *Hermes et Lensink (2003)* ont soutenu que le développement du système financier d'un pays d'accueil est une condition importante pour l'IDE ait un effet positif sur la croissance économique. Ils affirment en outre que le système financier bien développé contribue positivement au processus de diffusion technologique associé à l'IDE².

2.4.2.7 Le taux de rendement des investissements

La rentabilité des investissements est d'un intérêt primordial pour les investisseurs étrangers. La décision d'investir dans un pays d'accueil, par conséquent, dépend du risque et du rendement des investissements dans l'économie. La théorie du portefeuille soutient que le capital tend à s'écouler vers une économie à faibles risques et des taux de rendement élevés. Dans les économies très risquées, le taux sans risque ajusté en fonction du rendement des investissements doit être assez élevé pour attirer les IDE³.

En plus de ces déterminants de l'IDE, plusieurs économistes (*Lim, 2001 ; Bloningen, 2005; Benassy et al, 2005*) mettent l'accent sur l'importance de **la stabilité politique** pour les investisseurs. Autrement dit, **un contexte institutionnel et fiscal** stable, adéquat et sécurisant peut booster le climat des affaires et renforcer le potentiel d'attractivité d'un territoire en agissant comme un facteur de facilitation de l'investissement, en diminuant notamment l'incertitude et les coûts non prévisibles qui lui sont associés pour les investisseurs étrangers. Il s'agit des différentes dimensions de l'instabilité et du risque politique, de la corruption et de la qualité des systèmes juridique et judiciaire mais également de l'environnement administratif et bureaucratique des affaires ou de l'étendue et la qualité des infrastructures. Mais l'action publique peut aller plus loin et influencer les décisions microéconomiques des firmes par des incitations fiscales⁴.

¹ Barro R. J. (1991), "Economic Growth in a Cross Section of Countries", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 2, May, pp. 407-443.

² Hermes N. et Lensink R. (2003), "Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth", *The Journal of Development Studies*, Vol. 38.

³ Onyeiwu S. (2003), "Analysis of FDI Flows to Developing Countries: Is the MENA Region Different?", Paper presented at the 10th ERF Conference, Marrakech, December.

⁴ Alaya M., Nicet-Chenaf N., et Rougier E., (2007), op cit, p 7.

En somme, les principales variables habituellement utilisées sont de la taille du marché, le taux de croissance du PIB, la stabilité économique, le degré d'ouverture de l'économie, ainsi que plusieurs autres variables institutionnelles. Cependant, la relation entre les IDE et la croissance économique mérite une attention particulière. Si, d'une part, la croissance économique est un puissant stimulant à l'afflux d'IDE, d'autre part, une augmentation de l'investissement étranger (une augmentation du stock de capital existant) serait également l'un des facteurs responsables de la croissance économique, ce qui signifie la l'existence d'un problème d'endogénéité. Il y a, également, d'autres études qui traitent de prouver la relation entre l'IDE et le niveau de l'activité économique.

2.5 Aperçu général sur les flux d'IDE dans les pays en développement

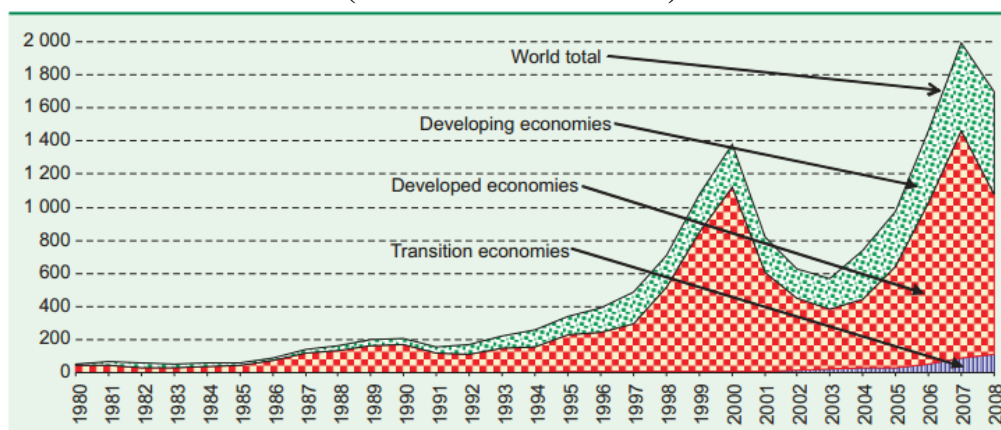
Les flux d'IDE destinés aux différents secteurs des pays en développement ont augmenté rapidement à partir de la fin des années 1980 et au début des années 1990. En fait, Attirer des investissements étrangers a été l'un des objectifs premiers de la politique des pays en développement et aujourd'hui, tout le monde s'accorde à dire que l'IDE est un outil important pour accélérer la modernisation de l'entreprise et sa restructuration et ce en, faisant appel à de nouvelles technologies et techniques de gestion ainsi que celles se rapportant aux pratiques commerciales. Contrairement à d'autres flux de capitaux, l'IDE est moins volatil et n'engendre pas un comportement pro-cyclique. Il est donc devenu le type préféré des entrées de capitaux pour les pays en développement. D'une part, de nombreux auteurs indiquent que, si les économies adoptent des politiques économiques appropriées et améliorent le développement de leurs systèmes financiers, l'IDE peut jouer un rôle crucial dans le processus de création d'un meilleur environnement économique. D'autre part, il existe un certain nombre d'inconvénients potentiels, entre autres, l'impact négatif de l'IDE sur l'activité des marchés locaux.

Selon le rapport de la CNUCED sur l'investissement mondial (2009)¹, les turbulences sur les marchés financiers et le ralentissement économique mondial a affecté progressivement l'IDE mondial en 2008 et au premier semestre de 2009. Après une croissance soutenue et en constante augmentation de l'activité des IDE durant la période 2003-2007, les flux mondiaux des investissements directs étrangers ont baissé de 14% en 2008. Ils ont diminué, en fait, de 1,979 milliards de dollars en 2007 à 1,697 milliards de dollars en 2008 (figure 2.5). Alors que le niveau de 2008 était le deuxième plus élevé

¹ UNCTAD (2009), op cit, p 4.

dans l'histoire, à la fin de 2008 et au cours des premiers mois de 2009, des baisses significatives ont été enregistrées dans les trois composantes des flux d'IED: prises de participation, d'autres capitaux (principalement les prêts intragroupes). Cette baisse a été principalement causée par la crise financière que les pays développés ont connue après l'effondrement de Lehman Brothers (une des plus grandes institutions financières aux États-Unis).

**Figure 2.5 : Les entrées d'IDE dans les différents groupes de pays, 1980-2008
(En milliards de dollars)**



Source: UNCTAD (2009), "World Investment Report 2009: Transnational Corporations, Agricultural Production and Development", *United Nations Conference on Trade and Development*, New York and Geneva, p 4.

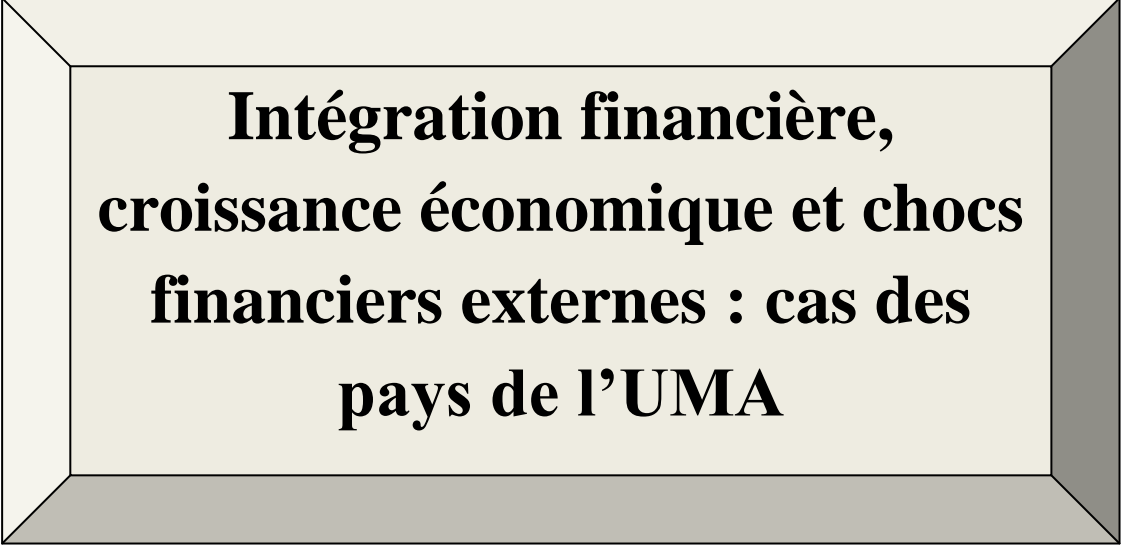
En outre, la structure des flux d'IDE a varié selon les groupes de pays. Les entrées et les sorties d'IDE des pays développés ont diminué en 2008, avec la baisse des entrées de 29%, à 962 milliards de dollars, et des sorties de 17%, à 1,507 milliards de dollars¹. En revanche, les économies en développement ont connu une augmentation des entrées d'IDE pour atteindre des niveaux record en 2008. La baisse des flux d'IDE en 2008-2009 dans les pays en développement reflète l'impact de la crise financière de 2007. Cependant, la plupart des pays en développement sont déçus par le niveau toujours élevé de protection et des subventions pour les produits agricoles, principalement dans les pays développés. Ces mesures entravent les exportations des pays en développement concernant les produits agricoles, et compromettent l'utilisation efficace de leurs avantages comparatifs.

¹ UNCTAD (2009), op cit, p 5.

Conclusion du chapitre

Nous avons identifié, tout au long de ce chapitre, la relation qui existe entre l'intégration financière et la croissance des économies en développement. L'étude de cette relation a fait l'objet de plusieurs travaux et études sur l'intégration économique et financière qui est devenue, ces derniers temps, l'une des tendances majeures du mouvement contemporain de la globalisation des économies. Cette notion d'intégration s'est traduite essentiellement par une libre circulation des mouvements de capitaux entre les différents pays du monde. Face à ce mouvement croissant d'intégration financière, les pays en voie de développement -entre autres, les pays maghrébins- ont adopté des mesures visant l'assouplissement du cadre réglementaire en vue d'une libéralisation ultérieure du compte de capital. Cependant, les mouvements de libéralisation et d'intégration des systèmes financiers ont été assez souvent accompagnés par de multiples crises turbulences qui ont touché le système financier international. Ces chocs et crises ont, parfois, pris une ampleur systémique, touchant, notamment, les économies émergentes. L'objectif du troisième chapitre est de mettre en lumière la relation théorique existant entre les mouvements d'intégration financière, le développement des systèmes financiers et la croissance économique.

Partie II



**Intégration financière,
croissance économique et chocs
financiers externes : cas des
pays de l'UMA**

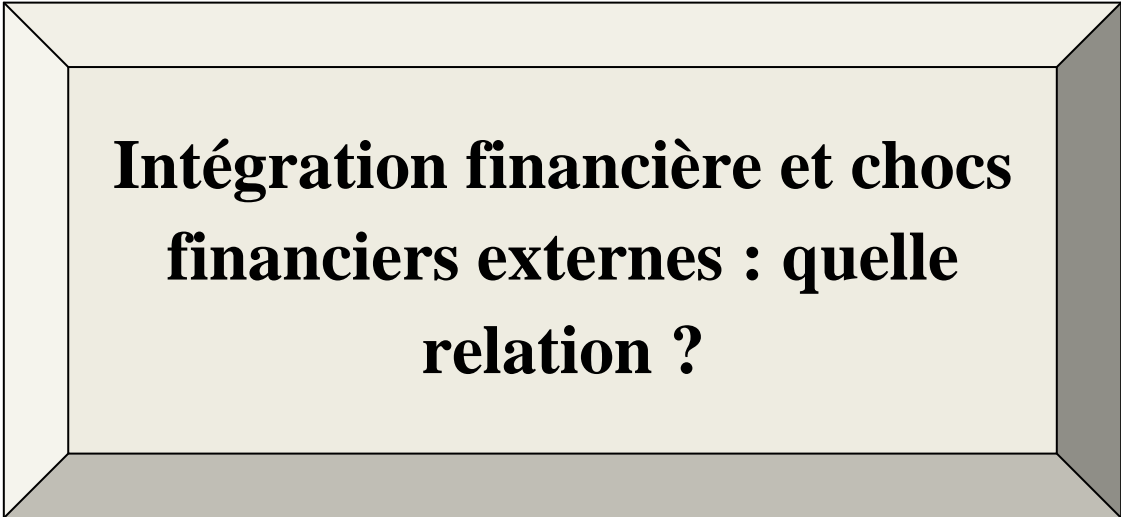
**Chapitre III. Intégration financière et chocs financiers
externes : quelle relation ?**

**Chapitre IV. Intégration financière, croissance économique
et chocs financiers externes : investigation
empirique sur les pays de l'UMA**

« Puisque la science économique telle qu'elle est pratiquée dans le monde anglophone est largement orientée vers la modélisation mathématique, tout argument économique qui n'a pas été exprimé sous cette forme tend à demeurer invisible »

Paul Krugman (2003)

CHAPITRE III



**Intégration financière et chocs
financiers externes : quelle
relation ?**

Introduction du chapitre

Depuis les années 1990, la plupart des pays en développement sont engagés dans le processus d'intégration financière caractérisé essentiellement par la réduction des obstacles sur les transactions financières transfrontalières ainsi que par la participation accrue des institutions étrangères dans les systèmes financiers domestiques. Selon certains économistes (*Galindo et al, 2009; Kazi et al 2012*), la propagation de la crise des pays développés vers les pays émergents par le biais des canaux financiers est la preuve de la nécessité d'imposer des limites sur les processus d'intégration financière. Durant ces dernières années, la question des déséquilibres et chocs vécus à l'échelle mondiale est au centre des préoccupations de la macroéconomie internationale.

Les multiples changements qu'a connus la sphère économique et financière mondiale sont à l'origine de nombreuses études théoriques et empiriques (*Demirgüç-Kunt et Detragiache 1998 ; Kaminsky et Reinhart 2000 ; Freixas et Holthausen 2004 ; Galindo et al 2009 ; Castiglionesi et al 2010*) qui ont examiné les effets des chocs financiers externes sur les pays en développement. Ces études ont abouti à deux explications différentes sur les raisons ayant déclenché les crises bancaires et financières. D'une part, la libéralisation financière a rendu les banques plus vulnérables aux chocs macroéconomiques (*Rodrik 1998 ; Eichengreen 2001 ; Agénor 2003*) et, d'autre part, la fragilité financière des banques aurait été aggravée par l'inadéquation des politiques publiques et l'insuffisance des mécanismes de supervision (*Hernández et Schmidt-Hebbel 2001 ; Buiter et Taci 2003; Caballero et al 2009*).

Dans ce contexte, les effets de l'instabilité financière et l'intégration financière sur la croissance des économies émergentes et en développement ont été largement analysés dans la littérature (*Hernández et Schmidt-Hebbel 2001 ; Ayhan Kose et al 2003 ; Galindo et al 2009 ; Albulescu 2011 ; Rose 2012*). L'existence de certains déséquilibres dans les systèmes financiers peuvent expliquer la fréquence des crises dans les pays en développement et industriels au cours des dernières décennies [Chili (1981), Mexique (1995), Asie du Sud (1997), Turquie (1994); autant que dans les pays d'Europe du Nord au début des années 90].

L'objectif principal de ce chapitre consiste à étudier l'impact des chocs financiers externes sur la croissance des économies en développement, notamment l'économie maghrébine, qui a mis en œuvre des politiques structurelles de libéralisation et a modernisé la réglementation bancaire et financière en vue de renforcer son économie. Le présent chapitre vise à traiter la problématique suivante : *quels sont les effets des chocs financiers extérieurs sur la croissance économique des pays du Maghreb et sur leurs perspectives de développement ?*

Section 1. Aperçu sur les chocs financiers

Les années 90 ont été, essentiellement, marquées par la montée de l'instabilité financière en raison de graves crises bancaires. Les données disponibles sont éloquentes ; selon *Honohan (1997)*¹, les deux tiers des pays membres du F.M.I. ont été sérieusement ébranlés par des crises bancaires aiguës qui ont provoqué des pertes cumulées supérieures à 250 milliards de dollars ; par ailleurs, plus de 130 pays, soit les trois quarts des pays membres du FMI, ont connu des dysfonctionnements bancaires significatifs².

1. Définition des chocs financiers

Un choc financier désigne la grande dépression survenue dans le marché financier d'un ou de plusieurs pays, essentiellement à cause de l'échec du système bancaire domestique à accomplir ses principales missions. Cette dépression concerne la chute de la valeur de monnaie nationale et celle des prix des actifs. Il correspond à des perturbations qui touchent les indicateurs financiers tels que le taux de change et les prix des actifs. De même, il a pour cause essentielle le manque de confiance dans le système financier.

En outre, une crise financière (un choc financier) se caractérise par une dépression imprévue et brutale enregistrée dans les prix d'un ou plusieurs actifs. Il existe trois types de crises financières³ : les crises de change ; les crises bancaires ; et les crises boursières. Nombre d'économistes affirment que les crises bancaires sont une des manifestations

¹ Honohan P. (1997), "Banking system failures in developing and transition countries: Diagnosis and prediction", *Bank for International Settlements Working Papers*, No. 39, January, p 2.

² Lindgren C-J., Garcia G., M. E. Saal, (1996), "Bank soundness and macroeconomic policy", *International Monetary Fund*, Washington, p 3.

³ Boyer R., Dehove M. et Plihon D. (2004), "Les crises financières", La Documentation française, Paris, p 13.

les plus importantes de l'instabilité financière contemporaine. En effet, au cours des deux dernières décennies, les deux tiers des pays membres du FMI et de la plupart des pays émergents ont connu de graves dysfonctionnements bancaires¹. Selon Naamane (2003), « les crises bancaires arrivent lorsque le système bancaire accumule des fragilités pouvant être d'ordre conjoncturel (problème de liquidité...) ou plus grave encore dues à des problèmes structurels (défaillance au niveau du bilan...). Elles peuvent prendre la forme de faillites touchant certaines banques ou de retraits massifs d'argent effectués par les déposants, ce qui pousse les banques à suspendre la convertibilité interne de leur engagement et contraint les autorités monétaires à intervenir pour éviter l'effondrement du système financier »².

2. Les causes des chocs financiers

Dans la littérature économique, plusieurs études théoriques et empiriques (Bachman 1992; Lee et Chinn 1998 ; Chinn et Prasad 2003 ; Giuliadori 2004 ; Chinn et Ito 2007 ; Chinn et Jaewoo 2009) ont analysé les causes, les conséquences ainsi que les mécanismes d'ajustements possibles des différents chocs que peuvent connaître les pays. D'après ces études, les déséquilibres courants auraient pour origine (i) un trop faible taux d'épargne qui inciterait les pays à s'endetter pour consommer sans se soucier du remboursement et (ii) de mauvaises politiques économiques, y compris de change, menées par certains pays émergents, Chine en tête.

Par ailleurs, les études faites montrent l'existence de plusieurs éléments pouvant engendrer un choc financier, tels que : (i) l'asymétrie d'informations qui est considéré parmi les facteurs principaux du déclenchement des crises ; (ii) l'expansion dans l'octroi des crédits et la chute des prix des actifs financiers ; (iii) les perturbations du secteur financier ; (iv) la non correspondance entre les actifs et passifs des banques ; (v) la libéralisation financière non préventive ; et (vi) la fragilité du système comptable, de surveillance et organisationnel.

¹ Plihon L. et Miotti D. (2001), "Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires", *Revue d'Economie Internationale*, No. 85, p 3.

² Naamane A. (2003), "Les indicateurs d'alerte des crises financières : construction et application aux économies émergentes", *Centre d'analyse théorique et de traitement des données économiques*, p 3.

3. Ouverture financière et chocs financier externes : identification de la relation

Ces dernières années, plusieurs travaux théoriques et empiriques ont été réalisés afin de comprendre le processus des crises bancaires et financières. Ils montrent, surtout l'existence d'une relation étroite entre les crises bancaires et financières et les politiques de libéralisation financière appliquées par les pays émergents et en développement. Ils expliquent également que les défaillances bancaires sont au centre des crises économiques et financières récentes des pays émergents.

La plupart de ces analyses, d'ordre, principalement macroéconomique, donnent deux types d'explications à ces crises¹: d'une part, l'ouverture et la libéralisation financière rend les banques plus vulnérables aux chocs macroéconomiques et, d'autre part, la fragilité financière de ces dernières serait aggravée par l'inadaptation des politiques publiques et par l'insuffisance des dispositifs de supervision, particulièrement patents dans les pays émergents. Quoique non contestables, ces explications ne permettent pas d'élucider totalement les raisons profondes qui font que les banques sont considérées comme un facteur majeur d'instabilité.

Il est connu que dans une économie en état de répression financière, les banques ne peuvent pas remplir leurs tâches de la façon demandée. Or, dans un système financier libéralisé, les banques vont trouver un environnement plus adéquat leur permettant d'exercer leurs activités et d'aspirer à meilleur rendement. Cette libéralisation du système financier implique donc une grande modification des règles selon lesquelles les banques doivent opérer. Vu le manque de supervision bancaire, le nombre croissant des institutions bancaires et financières et l'entrée massive des capitaux étrangers qu'engendrent le processus de libéralisation, le système financier d'un pays peut être exposé facilement à des fragilités financières ; celles-ci sont souvent la raison principale du déclenchement des crises bancaires dans les pays en développement. De plus, l'absence des conditions nécessaires préalables à la réussite de ce mouvement de libéralisation financière constitue l'un des facteurs majeurs de l'instabilité financière et bancaire dans les pays en développement.

¹ Miotti L. et Plihon D. (2000), "Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires", Travail présenté au colloque : « Mondialisation économique et gouvernement des sociétés : L'Amérique latine, un laboratoire ? » Paris, 7-8 juin, p 2.

Ainsi, le comportement spéculatif et la prise de risques excessive par les banques ont souvent été considérés comme les raisons principales qui ont engendré de graves crises bancaires et financières. La figure (3.1) ci-après montre le lien existant entre la libéralisation financière et les crises bancaires à travers le comportement spéculatif des banques.

Parmi les nombreuses études empiriques réalisées sur plusieurs pays qui ont montré que les crises bancaires et financières ont généralement été précédées par des politiques de libéralisation financière, on peut citer celles de *Kaminsky et Reinhart (1999)*. Ces auteurs ont ainsi réalisé une importante étude empirique, portant sur 20 pays en Asie, Amérique Latine, Europe et Moyen-Orient, sur une période allant des années 1970 jusqu'au milieu des années 1990. Leurs principaux résultats peuvent être résumés comme suit¹: (i) les crises bancaires étaient rares et n'avaient pas de liens avec les crises de balances des paiements au cours des années 1970, période où les marchés financiers étaient encore étroitement contrôlés ; (ii) suite au processus de libéralisation financière appliquée un peu partout dans le monde, le nombre de crises bancaires a fortement augmenté, et la plupart des crises bancaires ont été précédées de politiques de libéralisation financière.

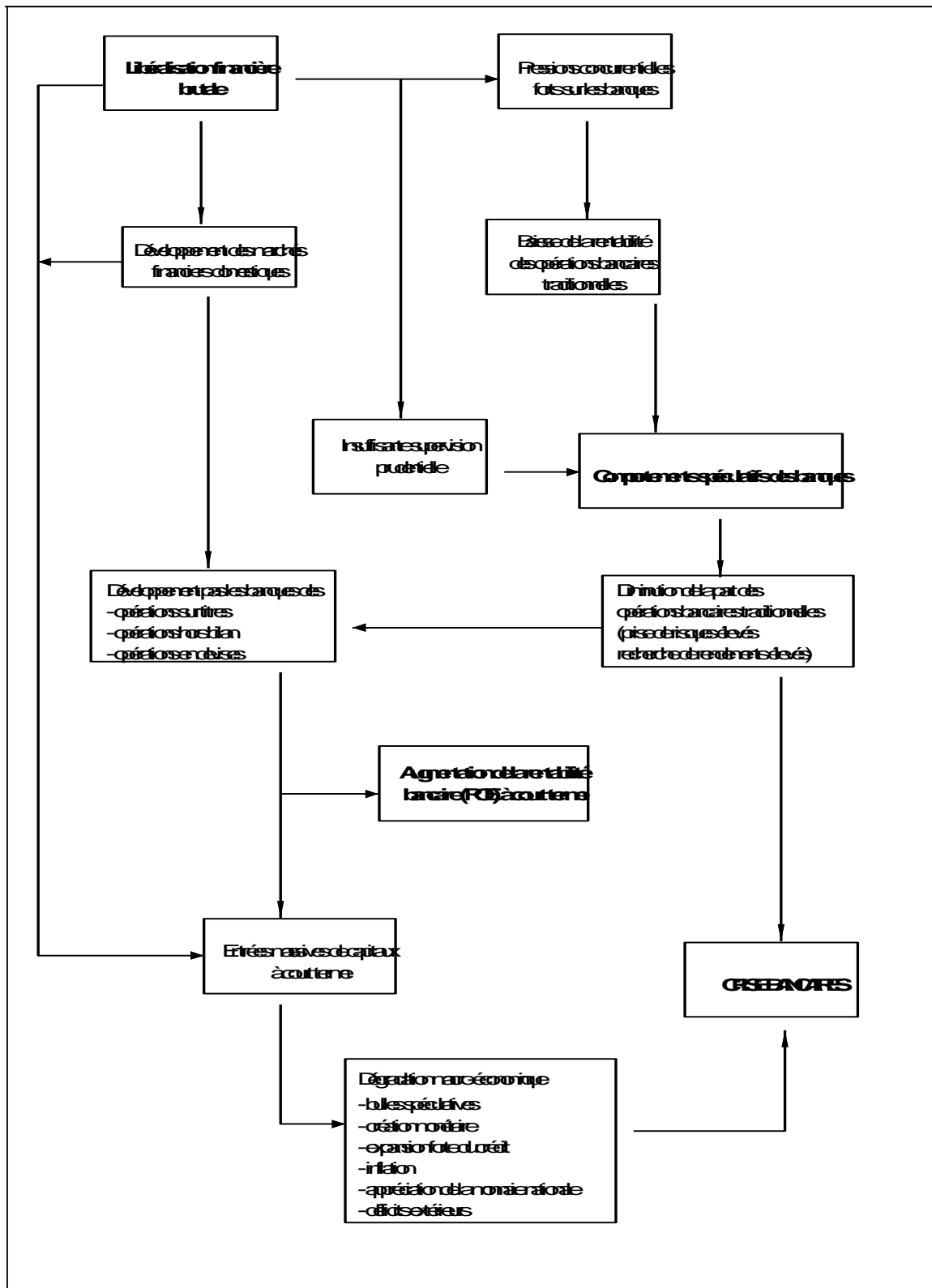
De même, *Demirgüç-Kunt et Detragiache (1998)*² ont réalisé une étude sur 53 pays au cours des années 1980-1995 ; dans cette étude, ils considèrent que les crises bancaires surviennent plus probablement dans les systèmes financiers libéralisés. En plus, *Sandretto (2002)*³ affirme « qu'une libéralisation financière prématurée et mal maîtrisée, combinée à une fragilité des systèmes bancaires dans les pays émergents et une gestion parfois imprudente de leur dette, a contribué à aggraver l'instabilité financière dans ces pays depuis le début des années 1990 ».

¹ Reinhart C. et Kaminski G., (1999), "The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems", *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, June, p 8.

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

³ Ben Salha O., op cit, p 35.

Figure 3.1 : Lien entre libéralisation financière, comportements spéculatifs et crises bancaires



Source : Miotti L. et Plihon D. (2001), p 12.

Les études empiriques sur les crises financières intègrent souvent dans leurs explications des variables représentatives du degré de libéralisation des marchés et des économies et aboutissent à la conclusion que la libéralisation est un facteur de crises. Parmi ces études, il y a celle de *Tornell et al. (2003)*¹ qui ont avancé l'idée qu'aucun consensus n'a été établi quant aux effets positifs de la libéralisation et ce, car elle est associée à un accroissement du risque de crises. Ils ont montré que dans les économies en développement, la libéralisation commerciale est généralement suivie d'une libéralisation financière qui engendre une fragilité financière et accroît, par conséquent, la probabilité de crise financière pour ces économies.

D'après les différentes études et analyses faites sur les phénomènes d'instabilité financière dans les pays émergents, deux résultats essentiels peuvent être retenus²: d'une part, la libéralisation financière des années 1980 est la cause commune de la plupart des crises bancaires et financières ; et d'autre part, les banques sont au centre des processus de crise. Il existe de nombreux exemples des chocs bancaires et financiers induits par la libéralisation dans les pays en développement. La première crise a éclaté au Mexique fin 1994 et concernait la dette publique à court terme. Ensuite, la crise des pays d'Asie émergents a débuté en Thaïlande en juillet 1997 et atteint son paroxysme dans l'ensemble de la région de la mi-octobre à la fin décembre de la même année.

En conclusion, le tableau suivant (3.1) montre comment le processus de libéralisation financière semble s'être accompagné par de graves crises.

Tableau 3.1 : La libéralisation financière, facteur de crises ?

Domaine	Raisons théoriques	Évidences empiriques
Bancaire	<ul style="list-style-type: none"> • Inexpérience dans l'appréciation du risque. • Durcissement de la concurrence entre banques. • Perte de marché au profit de l'intermédiation directe. 	<ul style="list-style-type: none"> • 18 des 26 crises bancaires ont été précédées d'une libéralisation financière (Kaminsky et Reinhart, 1998). • La libération des taux d'intérêt accroît la probabilité de crise (Demirgüç-Kunt, Detragiache, 1998).
Ouverture du marché boursier	<ul style="list-style-type: none"> • Favorise l'émergence de bulles spéculatives. • Inexpérience des <i>traders</i> locaux. 	<ul style="list-style-type: none"> • Bulle spéculative japonaise des années quatre-vingt.
Ouverture du compte de capital	<ul style="list-style-type: none"> • Rapidité de l'afflux des capitaux, puis de leur reflux, face à l'irréversibilité de l'investissement productif (Jeanne, 2002). 	<ul style="list-style-type: none"> • Moindre fréquence de crises dans les pays qui n'ont pas ouvert leur compte de capital.

¹ Tornell A., Westermann F., et Martínez L. (2003), "Liberalization, Growth, and Financial Crises: Lessons from Mexico and the Developing World", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2003, No. 2, p 1.

² Miotti L. et Plihon D., (2001), op cit, p 6.

Liberté du marché des changes	<ul style="list-style-type: none"> • Fragilise une politique de changes fixes ou de « <i>currency board</i> ». • Fragilise les banques soumises à un risque de change. 	<ul style="list-style-type: none"> • Plus grande fréquence des crises de change.
--------------------------------------	--	---

Source : Boyer R., Dehove M., et Plihon D. (2004), "Les crises financières", La Documentation Française, Paris, p 131.

Section 2. Revue de la littérature sur le lien entre l'intégration financière et les chocs externes

Au cours des deux dernières décennies, une attention particulière a porté sur les thèmes suivants : (i) les effets des chocs externes* sur la croissance économique du pays et sur le processus d'intégration financière entre un groupe de pays, (ii) les circonstances dans lesquelles un secteur financier fragile ou irrationnel peut être exposé aux différents chocs extérieurs et, par là même, affecter l'économie réelle d'un pays, et (iii) le degré selon lequel les chocs qui se produisent dans le système financier peuvent se propager à d'autres systèmes financiers et déstabiliser, ainsi, les liens entre les systèmes financiers des pays différents. En d'autres termes, une attention accrue a été portée récemment sur le lien entre la fréquence croissante des chocs financiers et les effets éventuels engendrés par la libéralisation du compte de capital. Une variété de facteurs peut conduire à l'émergence d'une crise financière dans un pays donné. Dans un contexte de plus en plus, marqué par la mondialisation financière et l'ouverture grandissante des comptes de capitaux, les événements dans d'autres pays peuvent avoir un impact sur l'intégration et la stabilité financière d'un pays donné.

Depuis les contributions pionnières de Mundell (1961) et McKinnon (1963), de nombreuses études dans la littérature économique ont mis l'accent sur les relations de coopération (entre les pays) qui peuvent être entravées par l'adoption d'une monnaie commune et l'intégration économique suite aux chocs externes. Il est généralement admis que la corrélation des chocs est le critère déterminant dans la décision d'un pays pour joindre une union commerciale, financière ou monétaire. *Mundell (1961)*¹ soutient l'idée que l'existence d'une corrélation positive entre les chocs économiques permet aux pays de coordonner leurs politiques structurelles afin d'éliminer les éventuels

* Les chocs externes se composent des chocs commerciaux, des chocs financiers externes et des chocs monétaires externes.

¹ Mundell R. A. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4, September, pp. 657-665.

déséquilibres existants et, par conséquent, d'établir une vraie union économique. En fait, les déséquilibres qu'ont connus différents pays pendant les crises financières des années 90 ont contribué de manière significative à l'émergence de l'idée selon laquelle la libéralisation du compte de capital augmente le risque de l'instabilité financière.

Dans ce contexte, les études faites sur les crises financières ont examiné si la libéralisation et l'intégration financière augmentent le risque de chocs financiers. En outre, pour étudier l'effet dynamique des chocs financiers extérieurs sur les économies, plusieurs études ont utilisé des modèles économétriques, en particulier les modèles VAR (Vector AutoRegressions), pour décomposer les effets directs des chocs extérieurs sur plusieurs variables macroéconomiques, notamment celles générées par les réponses endogènes de la politique monétaire comme indiqué dans les études de *Hamilton (1983)*¹ ; *Bernanke et al. (1997)*², etc. Dans cette perspective, les travaux empiriques élaborés par *Demirgüç-Kunt et Detragiache (1998)*³, *Kaminsky et Reinhart (1999)*⁴, et *Glick et Hutchinson (1999)*⁵ constatent que la propension aux crises bancaires et monétaires augmente à la suite des politiques de libéralisation financière. Autrement dit, les recherches montrent que le développement et la libéralisation des marchés financiers dans les années 1980 ont permis une intégration croissante, mais celle-ci peut conduire à une crise du système financier international.

Par ailleurs, plusieurs autres études ont mis l'accent sur les chocs extérieurs et leur influence sur les pays émergents compte tenu de leurs caractéristiques structurelles, en particulier celles relatives aux politiques d'ouverture commerciale et financière et aux efforts de ces pays dans la coordination et l'harmonisation de leurs politiques à l'échelle régionale. En effet, l'étude de la nature de la réaction des variables macroéconomiques d'un pays envers ces chocs peuvent donner une indication supplémentaire sur le degré d'homogénéité entre les pays de la région et sur le processus de convergence de leurs politiques.

¹ Hamilton J. D., (1983), "Oil and the Macroeconomy Since World War II", *The Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 2, April, pp. 228-248.

² Bernanke B. S., Gertler M., et Watson M., (1997), "Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1997, No. 1, pp. 91-157.

³ Demirgüç-Kunt A., et Detragiache E. (1998), "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries", *IMF Staff Papers*, Vol. 45, No. 1, March, pp. 81-109.

⁴ Kaminsky G., et Reinhart C. (1999), "The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems", *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, June, pp. 473-500.

⁵ Glick R., et Hutchinson M. (1999), "Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?", *Pacific Basin Working Paper Series*, No. PB99-07, Federal Reserve Bank of San Francisco, December.

Dans la littérature, plusieurs méthodes ont été utilisées afin d'évaluer la relation existant entre les chocs externes, l'instabilité financière, l'ouverture du compte de capital et l'intégration monétaire et financière. Certains travaux ont fait appel aux modèles à vecteurs autorégressifs structurels (Structural VAR models) pour identifier la nature et l'impact des chocs extérieurs sur les économies émergentes et en développement. Ng T. (2002)¹ a analysé trois chocs dans un modèle VAR tridimensionnel de cinq pays de l'Asie du Sud-est au cours de la période 1970-1995. Les chocs identifiés sont les suivants: externe, interne (liés à l'offre) et internes (liés à la demande). Les résultats de cette étude montrent une forte corrélation entre les réponses des variables macroéconomiques des pays étudiés aux trois chocs.

De plus, Mark Illing (2003)² a proposé quatre études de cas sur les épisodes souvent considérés comme des périodes de stress ou de crise financière [le krach boursier d'octobre 1987, le quasi-effondrement "Long-Term Capital Management" en 1998, les défaillances de la "Banque Commerciale du Canada (CCB)" et de la "Northland Bank" en 1985, et du "Bank of New York's 1985 computer problem" 1985]. L'étude d'Illing (2003) a fourni des illustrations concrètes et des exemples intéressants sur la variété des chocs qui peuvent déclencher des épisodes de stress dans le système financier. Il s'agit notamment des chocs extérieurs, des problèmes opérationnels, et, dans le cas de l'effondrement du marché boursier, d'un changement dans les prévisions. Les études de cas illustrent également les types de mécanismes de contagion qui peuvent transformer des événements isolés en stress plus généralisés sur le système financier. Par exemple, les effets de richesse potentiels associés à un krach boursier peuvent affecter la consommation et les dépenses d'investissement ; de même, la contagion informationnelle qui a eu lieu après les échecs de la CCB et de la "Northland Bank" ont conduit à l'exclusion d'un certain nombre d'autres petites banques des marchés financiers.

¹ Ng T. H. (2002), "Should the Southeast Asian Countries form a Currency Union?" *The Developing Economies*, XL-2, June, pp. 113-34.

² Illing M. (2003), "A Review of Notable Financial-Stress Events" in *Essays on Financial Stability Report*, by Chant J., Lai A., Illing M., and Daniel F., *Technical Report No. 95*, Bank of Canada, September, pp. 61-88.

D'un autre côté, *Aghion, Bacchetta et Banerjee (2004)*¹ ont étudié le rôle des facteurs financiers comme une source d'instabilité financière dans les petites économies ouvertes. Pour ce faire, ils ont utilisé un modèle contenant des biens échangeables avec une mobilité internationale de capital et un facteur spécifique au pays. Ce modèle a permis également d'étudier les effets de la libéralisation financière sur la stabilité macroéconomique des pays et d'évaluer, ainsi, les effets macroéconomiques des chocs spécifiques aux secteurs financiers (tels que les prêts bancaires qui peuvent mener à des faillites bancaires). Les résultats de l'estimation de cette étude montrent que les chocs extérieurs temporaires ont des effets importants et persistants dans le sens où ces économies ne peuvent avoir que des cycles limités de stabilité. Ils montrent également que, dans le cas des petites économies ouvertes, une libéralisation financière complète (c.-à.d., l'ouverture du marché financier domestique aux flux de capitaux étrangers) peut réellement déstabiliser l'économie, induisant des phases chroniques de la croissance des entrées de capitaux suivies de l'effondrement des flux de capitaux. Cela peut affecter négativement et entraver tout projet d'intégration économique, financière ou monétaire entre les États. Ainsi, les économies ayant un niveau intermédiaire de développement financier doivent examiner attentivement la façon avec laquelle elles libéralisent leur compte de capital.

Similaire à l'étude de Ng T. (2002), celle de *Huang et Guo (2006)*² a étudié le cas des économies de l'Asie orientale durant la période 1970-2002 afin d'estimer un modèle VAR structurel multivarié incluant un choc externe global modélisé comme étant un choc d'offre globale. Les auteurs de cette étude constatent que les perturbations externes ne sont pas seulement significatives, mais elles sont aussi en corrélation positive entre les pays de l'Asie orientale suggérant leur nature symétrique. En outre, il existe des preuves solides que les économies du monde sont devenues plus intégrées au niveau mondial au cours des trente dernières années³. En fait, l'intégration financière* a fait l'objet de nombreux débats, notamment après la survenance des différents chocs et

¹ Aghion P., Bacchetta P., et Banerjee A. (2004), "Financial development and the instability of open economies", *Journal of Monetary Economics*, No. 51, pp. 1077-1106.

² Huang Y., et Guo F. (2006), "Is currency union a feasible option in East Asia? A multivariate structural VAR approach", *Research in International Business and Finance*, No. 20, pp. 77-94.

³ Saving J. L. (2006), "Integration and Globalization: the European Bellwether", *Economic Letter*, Federal Reserve Bank of Dallas, Vol. 1, No. 5, May, p 5.

* L'aspect le plus important de cette intégration financière est que la plupart des variables économiques (telles que l'inflation, le chômage, la croissance du PIB) des économies mondiales sont corrélées.

crises des marchés émergents dans les années 1990. Une grande partie du débat a porté sur l'identification des avantages et des inconvénients des politiques de libéralisation du compte de capital. Les graves crises financières qui ont frappé les pays émergents ont conduit à repenser les stratégies de l'intégration financière. La crise financière mondiale de 2007, qui a commencé avec les problèmes des marchés financiers aux États-Unis, a soulevé des questions similaires à propos des niveaux d'intégration souhaités dans un contexte de risques d'instabilité financière internationale. Cette crise est souvent considérée comme la source des déséquilibres mondiaux de ces dernières années.

En réalité, bien que la libéralisation du compte de capital semble avoir apporté de nombreux avantages à ceux qui ont appliqué ces politiques, comme en témoignent les grands cycles d'expansion au milieu des années 2000, elle n'a pas été sans coûts. Toutefois, une étude récente élaborée par *Rancière, Tornell et Westermann (2008)*¹ avance l'idée que les avantages des politiques de libéralisation semblent l'emporter sur les coûts. Ces auteurs ont justifié cela par le fait que la croissance des pays qui ont connu des crises financières ponctuelles a, en moyenne, augmenté plus rapidement que celle des pays qui avaient des conditions financières stables, ce qui suggère l'existence d'un effet positif de l'intégration économique et financière -avec un risque systémique- sur la croissance économique. L'étude d'*Edwards S. (2009)*² a axé les efforts sur la manière dont les interactions entre l'ouverture commerciale et financière influent sur la probabilité des crises extérieures. En d'autres termes, cette étude a examiné si l'augmentation du degré d'ouverture financière influe sur la probabilité de la survenance d'une crise financière. En utilisant la méthode d'analyse "probit" sur un ensemble de pays avancés et en développement durant la période 1970-2004, les résultats des estimations révèlent que l'absence de contrôle sur les mouvements de capitaux augmente la probabilité des crises. De plus, les conclusions estiment que les stratégies de libéralisation financière augmentent le degré de vulnérabilité des pays aux crises extérieures.

Dans l'ensemble, l'intégration financière permet aux banques des différents pays de réduire les chocs de liquidité domestiques en empruntant sur le marché interbancaire

¹ Rancière R., Tornell A., et Westermann F. (2008), "Systemic Crises and Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, Vol. 123, No. 1, pp. 359-406.

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

international. Selon l'opinion de certains économistes (*Galindo et al 2009*), la propagation de la crise des pays développés vers les pays émergents et ceux en développement à travers les canaux financiers est la preuve de la nécessité d'imposer des limites à l'intégration financière¹. Dans cette perspective, *Ersel H. (2010)*² affirme qu'un choc financier externe, comme celui de 2007, n'affecte pas seulement le secteur financier d'un pays, mais peut se propager facilement à l'économie réelle. En effet, la crise de 2007 a entraîné une forte baisse des flux financiers internationaux, ce qui a influé inévitablement sur le comportement des institutions financières ainsi que sur les niveaux de croissance économique dans les pays en développement. Ces pays sont devenus plus vulnérables aux chocs financiers externes.

De plus, les économies émergentes restent fragiles par rapport aux chocs financiers mondiaux, comme le démontre le comportement des flux de capitaux au sein et en dehors de ces économies pendant les périodes des chocs financiers internationaux. D'un côté, le *degré de l'intégration financière* d'un pays avec le reste du monde est susceptible d'influencer sa vulnérabilité aux chocs financiers extérieurs. De l'autre, *le renforcement des fondamentaux économiques* d'un pays est également susceptible d'atténuer ou d'amplifier l'impact des chocs externes sur le projet d'intégration financière. Des fondamentaux économiquement solides peuvent empêcher les sorties de capitaux en premier lieu (car les investisseurs seraient moins préoccupés par la solvabilité) ; ils peuvent également jouer un rôle déterminant dans la mesure où ils permettent à l'économie de s'adapter plus facilement à un choc donné (par exemple, en offrant plus d'espace pour entreprendre les politiques contra-cycliques* à l'exemple de l'abaissement des taux d'intérêt, en laissant le taux de change se déprécier ou en utilisant la politique budgétaire pour stabiliser la demande intérieure)³.

¹ Galindo A. J., Izquierdo A, et Rojas-Suarez L (2009), "Financial Integration and Foreign Banks in Latin America: How do they Impact the Transmission of External Financial Shocks?", *IDB working paper series*, No. 116, January, pp 5-37.

² Ersel H. (2010), "Vulnerability to External Financial Shocks: the Case of Turkey", *ERF Working Paper*, No. 520, May.

* Une politique contracyclique adoptée par un état consiste pour ce dernier à s'activer pour relancer l'économie lorsque la [croissance économique](#) est inférieure à la [croissance potentielle](#), et à améliorer l'état de ses [finances](#) lorsque la croissance est forte. Autrement dit, ces politiques contracycliques (conjoncturelles) peuvent être menées soit pour soutenir l'activité économique soit, au contraire, pour freiner l'activité. Elle s'oppose à la [politique structurelle](#), qui s'applique plutôt sur le long terme.

³ Adler G., et Tovar C. E. (2012), "Riding Global Financial Waves: The Economic Impact of Global Financial Shocks on Emerging Market Economies", *IMF Working Paper*, No. 12/188, July, p 7.

Nonobstant le degré croissant d'intégration financière, ladite vulnérabilité semble avoir diminué au fil du temps pour certaines régions émergentes, reflétant dans une large mesure des améliorations marquées dans les fondamentaux macroéconomiques. En fait, les pays qui ont apporté des améliorations à la viabilité extérieure (le compte courant et la dette extérieure) et ont appliqué des taux de change plus flexibles ont pu atténuer l'impact des chocs financiers extérieurs sur leurs économies, notamment dans les économies fortement intégrées financièrement. Dans l'ensemble, ces résultats confortent l'idée selon laquelle les économies émergentes intégrées financièrement qui ont des fondamentaux macroéconomiques solides (en particulier la flexibilité du taux de change) sont mieux équipées pour faire face aux chocs financiers externes, tandis que les pays financièrement intégrés qui ont de faibles facteurs fondamentaux de l'économie peuvent être plus affectés par les chocs externes¹.

D'un autre côté, *Dincer, Kandil et Trabelsi (2011)*² ont mis l'accent dans leur étude sur l'expérience de la Turquie en termes de libéralisation du compte de capital et ses effets sur les variables macroéconomiques domestiques (taux d'intérêt réels, taux de change effectifs réels, le PIB réel, le taux d'inflation et les variables muettes des crises). Cette analyse est basée sur l'utilisation des données trimestrielles et sur l'application du modèle vecteur autorégressif multivarié (VAR) au cours de la période 1989-2009*. La méthodologie proposée analyse la dynamique de l'interaction entre les flux de capitaux et la performance macroéconomique. Les résultats des estimations trouvent que les effets des flux de capitaux sur l'économie sont significativement différents dans les deux périodes d'avant et d'après la crise de 2001. En effet, les résultats révèlent l'existence des effets significatifs de la libéralisation des flux financiers sur la performance macroéconomique, en particulier pendant la période d'avant la crise (1989-2001). Cependant, après la crise financière de 2001, le taux de croissance économique turque a considérablement diminué. Ainsi, les chocs financiers internes et externes affectent

¹ Zenasni S. et Benhabib A (2013), "L'impact des chocs financiers externes sur l'économie algérienne : analyse empirique", *9èmes Journées Scientifiques et Techniques (JST9)*, Centre des Conventions d'Oran (CCO), Avril, p3.

² Dincer N., Kandil M., et Trabelsi M., (2011), "On Capital Flows and Macroeconomic Performance: Evidence Before and After the Financial Crisis in Turkey", Presented at *ERF 17th Annual Conference* in Turkey, 20th-22th March, pp. 01-26.

* Dans leurs estimations, les auteurs ont pris en considération les effets de la crise économique turque de 2001. De ce fait, ils ont divisé la période d'échantillonnage en deux périodes pour estimer l'effet des chocs (la première allant de 1989:01 à 2001:01 et la deuxième allant de 2001:02 à 2009:03).

négalement la libéralisation du compte de capital et les variables macroéconomiques domestiques. De ce fait, nous pouvons dire que ces chocs sont néfastes pour tout projet d'intégration économique et financière entre les pays.

Par ailleurs, l'étude d'*Allégret et Benkhodja (2011)*¹ examine l'effet dynamique de quatre chocs externes (le choc pétrolier, le choc de change USD/EUR, le choc de l'inflation internationale et le choc des taux d'intérêt) sur une économie exportatrice de pétrole. Les auteurs examinent également la stratégie adéquate de la politique monétaire pour l'économie algérienne, compte tenu de ses caractéristiques structurelles. En utilisant l'approche bayésienne, le modèle DSGE (Dynamic Stochastic, General Equilibrium) basé sur les caractéristiques de l'économie algérienne, au cours de la période 1990t1-2010t4, les principales conclusions de cette étude confirment que l'Algérie est particulièrement sensible aux chocs réels. Ainsi, les chocs externes dans les deux secteurs pétrolier et non pétrolier sont la principale source des fluctuations macroéconomiques.

Dans la même perspective, *Adler et Tovar (2012)* ont affirmé -dans leur étude relative à l'identification de l'impact économique des chocs financiers mondiaux sur les économies émergentes- qu'en Europe émergente, le processus d'intégration financière a évolué de telle manière qu'il a rendu la région plus vulnérable aux chocs financiers extérieurs². A partir de ces résultats, nous pouvons dire que ces chocs sont néfastes pour tout projet d'intégration économique et financière entre les pays. Ce processus peut jouer un rôle important pour propager les chocs vers d'autres pays³, Il est considéré comme un canal par lequel les chocs financiers extérieurs aident à faire baisser les coûts financiers et d'intermédiation et d'affecter négativement les marchés financiers. En effet, la crise a démontré qu'un système hautement intégré et développé financièrement ne renforce pas toujours et nécessairement la stabilité financière.

De son côté, l'étude d'*Allégret et al. (2012)* examine l'effet et l'importance relative des chocs externes dans les fluctuations intérieures des pays de l'Asie et vérifie si ces chocs entraînent des réactions asymétriques ou symétriques entre les économies

¹ Allegret J-P., et Benkhodja M. T. (2011), "External Shocks and Monetary Policy in a Small Open Oil Exporting Economy", *EconomiX Working Paper*, No. 2011-39, September.

² Adler G., and Tovar C. E. (2012), op cit, p5.

³ Kazi I. A., Wagan H., and Akbar F. (2012), "The changing international transmission of us monetary policy shocks: is there evidence of contagion effect on OECD countries", *EconomiX Working Paper*, No. 2012-27, p 4.

considérées. Les auteurs se basent sur un modèle VAR structurel* avec exogénéité bloc (modèle SVARX) sur la période 1990-2010. Les résultats de l'estimation montrent l'existence d'un impact grandissant des chocs externes sur les variables domestiques depuis 1990 dans les pays de l'Asie. En outre, les réponses des variables domestiques aux chocs externes monétaires et financières sont moins symétriques, ce qui justifie le renforcement de la coopération monétaire et financière entre les pays de la région.

Section 3. Quelques expériences de l'IF et exemples des chocs financiers dans le monde

Accélérée par la mondialisation, l'intégration économique entre les pays -qui implique la création de zones de libre-échange, de marchés communs ou d'unions économiques complètes- est devenue une réalité pour la plupart des pays développés, émergents ou en développement. Ainsi, l'Union Européenne (UE) est une des grandes formes positives de l'intégration économique ayant connu un grand succès¹. En plus, à l'instar de plusieurs autres mouvements d'intégration économique qu'ont connus les différents pays développés et émergents (ex, UE, NAFTA, ALENA, MERCOSUR, ASEAN, ...), les pays en développement ont tenté de créer des espaces économiques et financiers communs entre eux et d'établir, par conséquent, une union économique (ex : GCC, MENA, UMA, ...).

1. Expériences de libéralisation financière dans le monde

Au cours des deux dernières décennies, la majorité des pays du Tiers-Monde ont mis en place des réformes financières dans le cadre des programmes d'ajustement structurel. Suite aux problèmes engendrés par les systèmes financiers en état de répression (caractérisés essentiellement par des politiques de plafonnement des taux d'intérêt,

* Comme une alternative à l'approche VAR, de nombreux chercheurs (*Jensen et Johnson, 1995; Thorbecke, 1997; Bomfim 2003; Bernanke et Kuttner 2005; Dedola et Lippi 2005 ...*) ont effectué des études se rapportant à plusieurs phénomènes en utilisant le modèle VAR structurel, ce qui permet de procéder à l'analyse avec une fréquence plus élevée que ce que permettent les modèles VAR basés sur les données trimestrielles et mensuelles... Pour plus d'informations, consulter : *Kazi I., A., H. Wagan, et Akbar F. (2012)*.

¹ Mosad Z. (1998), "Globalization and economic integration among Arab countries", Presented at *The fourth Nordic conference on Middle Eastern Studies: "The Middle East in globalizing world"*, Oslo, 13th-16th August.

d'encadrement du crédit, d'imposition des niveaux élevés des réserves obligatoires et des restrictions à l'entrée à l'industrie bancaire), ces pays avaient été obligé de libéralisé leur systèmes financiers afin d'assurer une meilleure mobilisation des ressources et leur bon déploiement dans des investissements productifs et par là, garantir une meilleure croissance économique. Toutefois, en raison de problèmes d'asymétrie d'information et de l'aléa moral, la libéralisation des mouvements de capitaux a conduit à la survenance de graves crises financières car un afflux massif des capitaux engendre de fortes pressions sur les taux d'intérêt et de change.

En somme, l'application des politiques de libéralisation financière a été différente selon chaque pays. En fait, certains pays ont préconisé une libéralisation totale de leurs systèmes financiers, à l'exemple des pays de l'Amérique Latine (Argentine, Chili, Uruguay) et les philippines comme la Turquie ; les expériences de libéralisation financière dans ces pays peuvent être considérées comme des échecs (elles se sont traduites par une hausse excessive des taux d'intérêt réels, des entrées spéculatives de capitaux et finalement par de graves crises de balance des paiements et des systèmes bancaires)¹. En revanche, d'autres ont préféré la libéralisation partielle de leurs systèmes financiers tels que la Corée du Sud et le Taiwan ; les expériences de ces pays ont été couronnées de succès, elles ont entraîné une forte augmentation de dépôts bancaires, ont stimulé la croissance économique sans compromettre la stabilité monétaire.

Le tableau (3.2) nous donne une idée sur les dates d'application de la libéralisation financière dans les pays d'Amérique Latine, d'Asie, d'Afrique et de Moyen Orient.

1.1 La libéralisation financière dans les pays de l'Amérique latine

A la fin des années soixante-dix, l'Argentine, l'Uruguay et le Chili avaient essayé des réformes de libéralisation financière qui visaient, principalement, l'élimination des contraintes sur les taux d'intérêt, la libéralisation des flux de capitaux, l'abandon de la politique sélective des crédits, etc. Leur tentative a été ruineuse et a, donc, avorté². Ce fut un cinglant échec.

¹ Guillaumont J. S. et Kangni K. R. (2004), "Développement financier, instabilité financière, croissance et pauvreté", 6^{èmes} Journées Scientifiques du réseau « Analyse économique et développement », Marrakech, Mars, p5.

² Michel A. (1999), "La globalisation financière", Éditions La Découverte, Collection Repères, Paris.

Tableau 3.2 : Les dates de la libéralisation financière dans les pays émergents et en développement

Pays	Secteur financier interne		Marchés financiers		Compte Capital		Ensemble du système financier	
	Libéralisation partielle	Libéralisation totale	Libéralisation partielle	Libéralisation totale	Libéralisation partielle	Libéralisation totale	Libéralisation partielle	Libéralisation totale
Amérique latine								
Argentine	1977-82 / 1987-94	1994	1977-82 / 1989-91	1991	1976-81 / 1982-91	1981-82 / 1991	1976-94	1994
Brésil	1976-79 / 1988-91	1991	1973-91	1991	1994-98	1990-94 / 1998	1973-91 / 1994-98	1991-94 / 1998
Chili	1974-82 / 1984-86	1986	1987-95	1995	1977-78 / 1979-98	1998	1974-98	1998
Colombie	1974-90	1990	-	1991	1991-98	1998	1974-98	1998
Mexique	1977-90	1990	1989-91	1991	1973-91	1991	1973-91	1991
Pérou	1973-82/1990-92/ 96	1992-96	1991-93	1993	1973-87 / 1990-92	1992	1973-87 / 1990-93 / 96	1993-96
Venezuela	1981-84/89-91/94-96	1991-94 / 96	1973-90 / 1994-95	1990-94 / 1995	1983-96	1973-83 / 1996	1973-96	1996
Asie								
Bangladesh	1980-96	1996	-	1991	1991-94	1994	1980-96	1996
HongKong	1978-95	1995	-	1973	-	1973	1973-95	1995
Corée	1980-97	1997	1984-91 / 1992-98	1991-92 / 1998	1979-98	1998	1979-98	1998
Inde	1992-95	1995	1992	-	1991-94	1994	1991	-
Indonésie	1978-83	1983	1988-97	1997	1979-88 / 1991	1988-91	1978-97	1997
Malaisie	1971-85 / 1987-91	1991	1973-92	1992	1973	-	1973	-
Népal	1986-89	1989	na	na	1990	-	1986	-
Philippines	1981-83	1983	1986-91	1991	1976	-	1976	-
Singapour	1975-77	1977	1983-87	1987	1972-78	1978	1972-87	1987
Sri Lanka	1980-90	1990	1980-90	1990	1978-94	1994	1978-94	1994
Thaïlande	1980-92	1992	1988-90	1990	1994-98	1998	1980-98	1998
Afrique et Moyen orient								
Afrique du sud	1980-83	1983	-	1996	1985	-	1980	-
Algérie	1987-95	1995	1995	-	1994	-	1987	-
Egypte	-	1991	-	1992	1990-91	1991	1990-92	1992
Ghana	1987-90	1990	1986	-	-	-	1986	-
Israël	1987-90	1990	1986	-	1977-79 / 1987	-	1977-79/ 1986	-
Maroc	1980-96	1996	-	1993	1990	-	1980	-
Tunisie	1986-96	1996	1989	-	1993	-	1986	-
Turquie	1980-83 / 1987-89	1989	1983-89	1989	1984-90	1990	1980-90	1990
Zimbabwe	-	1991	1993	-	-	1994	1991	-

Source : Ben Gamra S. et Clévenot M. (2006), "Libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents : la prégnance du rôle des institutions", *CEPN CNRS*, Université Paris XIII, No. 8, p 13.

1.1.1 Libéralisation financière en Argentine

Après avoir été sérieusement ébranlée par de fortes secousses hyper-inflationnistes en 1989 et au début de 1990, l'Argentine s'est ressaisie et a engagé des réformes structurelles de fond: ouverture commerciale accélérée, ouverture et libéralisation financière (interne et externe) et privatisations massives. La libéralisation financière externe et interne a entraîné une forte entrée de capitaux de court terme. Cette entrée massive des capitaux a fait que les montants négociés en actions sur le marché de capitaux ont été multipliés par 24 entre 1991 et 1994, passant d'environ 5 milliards de dollars à plus de 110 milliards. Lancée à un moment où les conditions de réussite n'étaient pas encore réunies, la libéralisation financière de 1991 a, à son tour, échoué. En effet, le système bancaire était surdimensionné, le régime de régulation et de supervision comportait de grandes failles et l'environnement macroéconomique s'ouvrait encore plus à la spéculation. Cet environnement macroéconomique caractérisé par des anticipations favorables de croissance, une augmentation significative de la liquidité, et une forte concurrence bancaire, a engendré des "bulles spéculatives" au niveau de la bourse et, particulièrement dans le secteur bancaire. La première bulle a fait son apparition lors de la crise du marché obligataire américain (février-mars 1994) ; quant à la seconde, elle a eu lieu durant la crise mexicaine. Les attaques spéculatives contre la monnaie ont, alors, pris la forme de retraits massifs des dépôts. Ces retraits n'ont pas manqué de conduire à des faillites bancaires.¹ La figure (3.2) synthétise le processus qui a déclenché la crise bancaire argentine.

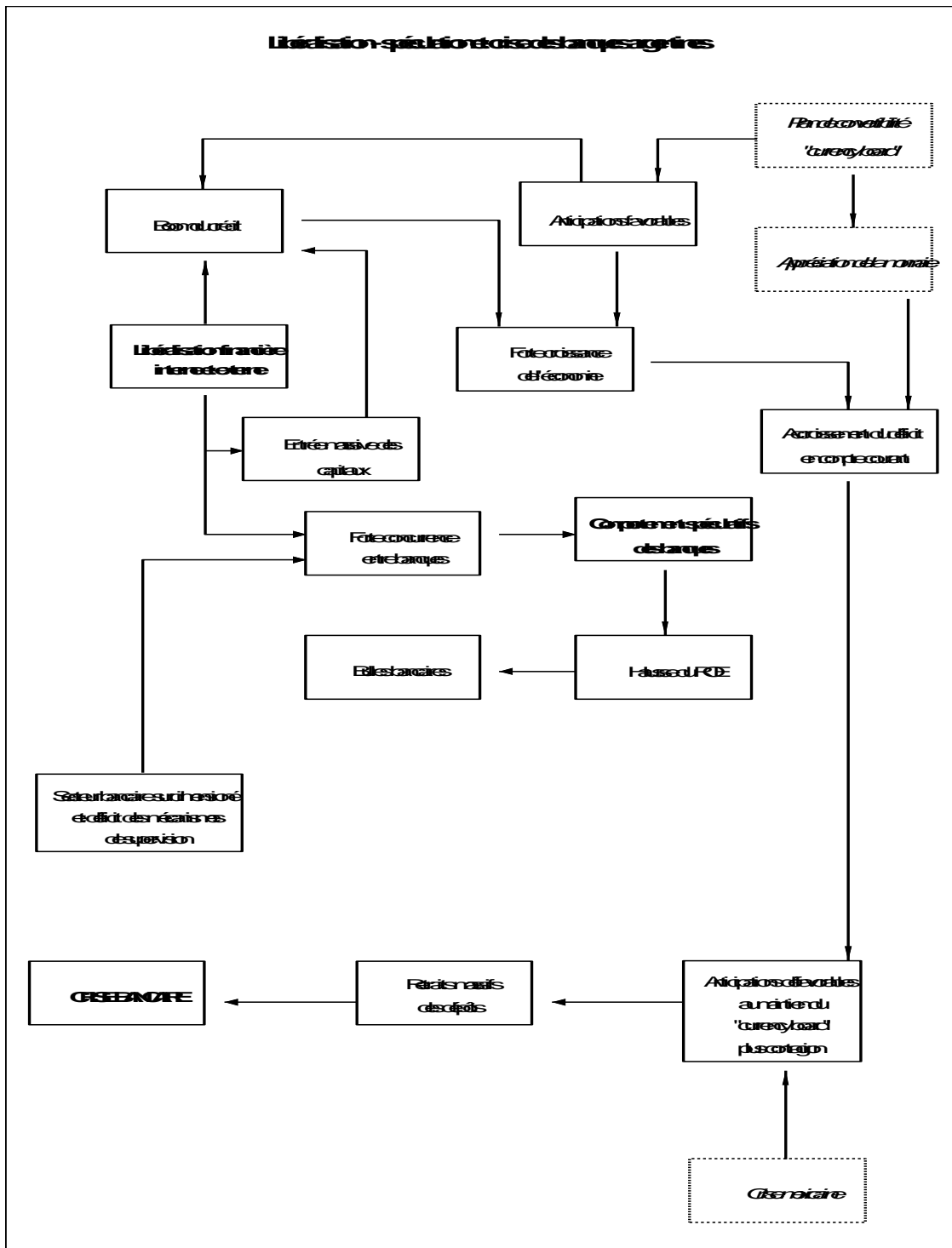
Avant les réformes financières de 1974, le système financier du Chili reposait sur le régime de répression financière. Vu les déséquilibres qu'a connus le système financier de ce pays, une politique de libéralisation financière a été préconisée. Les réformes visaient les objectifs principaux suivants²: la réduction, au maximum, de l'intervention étatique en termes de régulation et de contrôle de toute activité économique, la libéralisation du secteur financier domestique, la diminution des taux de réserves obligatoires, imposée sur les banques commerciales, puis, en 1976, la libéralisation totale des taux d'intérêt sur les dépôts et les crédits, la vente des banques publiques au secteur privé -ce qui a permis d'accroître la concurrence entre les banques-,

¹ Miotti L. et Plihon D. (2001), op cit, p 14-15.

² Turunç G. (1999), op cit, p 109.

l'encouragement de l'expansion rapide d'institutions financières. Sur le plan externe, ces réformes visaient l'abolition des contraintes sur la volatilité des capitaux.

Figure 3.2 : Le déroulement de la crise bancaire en Argentine



Source : Miotti L. et Plihon D., (2001), p 15.

1.1.2 Libéralisation financière au Chili

Suite à l'application de cette politique de libéralisation totale, les taux d'intérêt réels ont augmenté rapidement, après avoir été négatifs ; les taux d'intérêt sur les crédits ont dépassé les 30 % entre 1975 et 1982, et le taux d'inflation a chuté de 200 % en 1974 à 20 % en 1981. Ceci a eu pour effet d'attirer les flux de capitaux étrangers et a conduit, à son tour, à une augmentation excessive des taux de change, ce qui a influé négativement sur les exportations du pays et a provoqué une augmentation des coûts des importations et par là, la diminution des niveaux de production. Tous ces facteurs ont fait que le pays a vécu une instabilité économique et financière totale, un effondrement du système financier et, donc, une grave crise bancaire et financière. Burkett et Dutt (1991) ont établi que le processus de libéralisation financière entrepris au Chili n'a pas amélioré l'investissement et encore moins la croissance économique¹.

1.2 La libéralisation financière dans les pays d'Asie de l'est

Les économies des pays asiatiques ont été caractérisées, pendant longtemps, par un fort interventionnisme gouvernemental dans le secteur financier et ce, dans le cadre de la politique de répression financière. À partir des années soixante-dix, ces pays émergents ont procédé à la libéralisation financière pour tenter de favoriser la croissance. Or ces politiques ont montré leurs limites avec l'apparition, dans quelques pays, de graves dysfonctionnements qui ont porté un rude coup à ces expériences. Au cours de la seconde moitié des années 1990, plusieurs pays ont connu des crises financières. Par exemple, dans la période 1996-1997, la Corée du Sud, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande avaient perdu environ 100 milliards de dollars de capital, soit 11% du PIB.

La crise financière qui a débuté en Thaïlande durant l'été 1997 sous la forme d'une série d'attaques spéculatives sur le bath thaïlandais constitue, par exemple, un point noir qui assombriera pour de longues années le bilan jusque-là positif de la libéralisation financière des pays d'Asie du Sud-est². Cette crise a eu un effet de contagion puisqu'elle a affecté quasi simultanément les Philippines, l'Indonésie et même la Corée dont la conjoncture économique et les spécialisations sont pourtant très différentes. Les crises financières que les pays du sud-est asiatique ont connues, entre 1996 et 1997,

¹ Venet B. (1996), op cit, p 15.

² Solhi S. (2006), "Libéralisation Financière et Croissance économique au Maroc : Essai de Modélisation", *Economic Research Forum*, 13th Annual Conference, December, p 4.

provenaient essentiellement des capitaux bancaires¹. Face à ces mouvements massifs de flux des capitaux* et leurs effets catastrophiques sur l'activité économique dans les pays en développement, la banque des règlements internationaux (BRI) affirme dans son rapport trimestriel de Juin 2003 que : « *Rétrospectivement, la crise asiatique peut être considérée comme le résultat d'un retrait brutal de capitaux étrangers face à la multiplication des signes de contraction des prix des actifs et de tensions financières au sein des entreprises et des banques* »².

En revanche, la libéralisation financière progressive dans certains pays d'Asie s'est réalisée parallèlement à d'autres phénomènes qui ont également eu un effet déterminant sur la hausse de l'épargne bancaire, il s'agit de : (i) la sécurisation et la modernisation du système bancaire ainsi que du développement de nouveaux instruments financiers ; (ii) la hausse importante des revenus des ménages ; (iii) l'apparition d'institutions rurales d'épargne ; (iv) la hausse des dépenses publiques.

Comparées à celles des pays d'Amérique Latine, les politiques de libéralisation financière appliquées dans les pays du Sud-est asiatique ont été plus ou moins positives (le cas de la Corée du Sud, de Taiwan et de l'Indonésie) car l'environnement macroéconomique de ces pays était caractérisé par la stabilité ; en plus, ces pays ont libéralisé leurs systèmes financiers de façon progressive.

En somme, on peut dire que la crise asiatique de 1997-98 a mis en évidence le rôle de la contagion régionale dans la crise financière. La vulnérabilité des pays de l'Asie orientale a été expliquée par leur degré d'ouverture élevé et la circulation rapide des flux de capitaux³. Cette crise a incité ces pays à renforcer leur coopération monétaire à l'échelle régionale afin d'améliorer leur stabilité monétaire. Nous allons voir deux cas de pays asiatiques où la politique de libéralisation financière a été couronnée de succès.

¹ Miotti L. et Plihon D. (2001), op cit, p 5.

* Les flux de capitaux nets privés sont passés de 93 milliards de dollars US à (-12) milliards de dollars US, soit une variation de 105 milliards de dollars US.

² Rapport trimestriel de la Banque des Règlements Internationaux, (2003), " Flux financiers dans l'Est asiatique depuis la crise de 1997", *BRI*, Juin, p 44.

³ Corsetti G., Pesenti P., and Roubini N., (1998), "Paper tigers? A model of the Asian crisis", *NBER Working Paper Series*, No. 6783, November, p 3 et 4.

1.2.1 Libéralisation financière en Corée du Sud

Durant les années 60 et 70, le système financier en Corée du Sud était caractérisé par la répression des activités économiques et financières et de toutes les formes d'interventions étatiques. Ce système reposait principalement sur un secteur bancaire fortement régulé par l'Etat et relativement isolé des marchés de capitaux mondiaux¹. Vers la fin des années 1970, l'économie sud-coréenne a connu une crise économique qui a provoqué la déstabilisation macroéconomique, ce qui a influé négativement sur la croissance économique. Cette situation a poussé les autorités du pays, à partir des années 1980, à réformer radicalement leur système financier afin de le rendre plus compétitif et capable d'allouer les ressources financières de façon optimale et participer à l'amélioration de la croissance économique. Suite à l'application d'une libéralisation partielle de l'économie, ce pays a pu réaliser la stabilité macroéconomique et améliorer son système financier. En somme, on peut dire que la politique de libéralisation partielle appliquée par les autorités de la Corée du Sud a été couronnée de succès.

1.2.2 Libéralisation financière en Indonésie

Comme cela a été le cas pour la Corée du Sud, l'application de la politique de libéralisation financière en Indonésie a connu un grand succès. Après plusieurs années de répression, les autorités du pays ont réformé, à partir des années 1980, leur système financier. Cette libéralisation a permis l'augmentation des taux d'intérêt réels, devenus positifs à partir de 1983 et, également, l'approfondissement du secteur financier, mesuré par l'augmentation de la masse monétaire (M2) qui est passée de 9 % avant la libéralisation (en 1983) à plus de 40 % en 1991 après celle-ci. Si on se réfère aux résultats positifs réalisés, on peut dire que la politique de libéralisation financière, en Indonésie, a réussi à développer le secteur financier et améliorer la croissance économique du pays et ce, grâce à trois facteurs essentiels : (a) l'application de la libéralisation dans un environnement de stabilité macroéconomique et de maintien du niveau des prix domestiques ; (b) la libéralisation partielle du secteur financier et, en même temps, l'imposition de contraintes sur l'entrée des capitaux étrangers ; (c) le contrôle et la régulation exercés par l'Etat sur les banques privées.

¹ Venet B. (1996), op cit, p 16.

2. Mouvements d'intégration économique et financière entre les blocs de pays

Eu égard aux changements rapides et profonds que connaît la sphère économique mondiale, les économies de tous les pays font face à une globalisation oppressante et contraignante. Actuellement, la globalisation exerce, en effet, une forte pression sur les pays qui sont tenus de libéraliser, d'accélérer et d'intensifier leurs échanges financiers et commerciaux s'ils veulent parvenir à une convergence économique, financière et commerciale ou, autrement dit, à l'intégration de leurs économies sur les plans économique, financier et commercial. Au cours de ces dernières décennies, les mouvements d'intégration, tant régionale qu'internationale, entre les blocs de pays ont connu une croissance significative.

2.1 Les expériences des économies avancées et émergentes

2.1.1 L'Union Européenne (UE)

Au lendemain de la seconde guerre mondiale, l'Europe a tenté de définir et de créer un modèle d'intégration qui la mettrait définitivement à l'abri d'une autre guerre ruineuse. Pour réaliser cet objectif, plusieurs traités relatifs, entre autres, à la création du marché commun, de la communauté économique européenne (Traité de Rome, Traité de Maastricht, ...) et d'une Union Economique et Monétaire (UEM) ont été signés par divers pays appartenant à la même zone géographique. A l'heure actuelle, tous les États membres font partie de l'UEM et forment un marché commun, appelé également marché unique. Ils coordonnent leurs politiques économiques pour concourir aux objectifs de l'UEM. L'adoption de l'euro est une obligation dictée par le traité instituant la Communauté européenne.

L'intégration financière en Europe est considérée comme l'un des facteurs clés garantissant l'efficacité et la compétitivité des pays de l'UE. Elle contribue, ainsi, significativement à la stimulation de croissance économique durable¹. L'expérience de l'UE suggère, comme le signale le rapport de la Banque mondiale (2007), que la régionalisation est un processus lent et difficile, qui peut évoluer à des rythmes différents selon les secteurs.

¹ European Financial Integration Report (2009), "European Financial Integration", *Commission Staff Working Document*, Brussels, December, p 7.

2.1.2 L'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN*)

L'ASEAN est une organisation politique, économique et culturelle regroupant dix pays d'Asie du Sud-Est. Elle a été fondée en 1967, par cinq États, à Bangkok (Thaïlande). Aujourd'hui, l'association a pour but de renforcer la coopération et l'assistance mutuelle entre ses membres, d'offrir un espace pour régler les problèmes régionaux et peser en commun dans les négociations internationales. Les Etats membres sont : l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, le Singapour, la Thaïlande, le Brunei, le Viêtnam, le Laos, la Birmanie et le Cambodge. Les principaux objectifs de l'ASEAN sont¹: l'accélération de la croissance économique, le progrès social et le développement culturel dans la région ; le renforcement de la stabilité régionale ; la promotion de la collaboration active et l'assistance mutuelle sur les questions d'intérêt commun dans les domaines économique, social, culturel, technique, scientifique et administratif ; et la collaboration plus efficace pour la meilleure utilisation de l'agriculture et de l'industrie et l'expansion du commerce.

La région de l'Asie du Sud, qui a enregistré un grand succès dans la promotion de l'intégration régionale, a connu une intégration tirée par le marché plutôt que par la politique. Cela s'est fait grâce aux flux des échanges et des IDE qui ont résulté des mesures nationales de libéralisation unilatérales. Ces dernières étaient accompagnées d'une libéralisation multilatérale des importations (par opposition à une libéralisation régionale), du fait de l'abaissement des barrières tarifaires et non tarifaires au cours des années 80². Par conséquent, l'Asie de l'Est a connu, dans un premier temps, des afflux importants d'IDE du Japon, puis, plus tard, des Etats-Unis et de l'UE. Les afflux d'IDE provenaient principalement des activités internationales des multinationales.

* ASEAN: Association of Southeast Asian Nations.

¹ The Association of Southeast Asian Nations, "Overview of ASEAN", Consulté le 08/02/2013, <http://www.asean.org/asean/about-asean>

² Rapport de la Banque Africaine de Développement (2010), "Intégration du système financier dans trois régions d'Afrique", la Banque Africaine de Développement, Tunis, p 35.

2.1.3 L'Accord de Libre-échange Nord-Américain (ALENA)

L'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA, NAFTA* en anglais) est un accord commercial de large portée, qui établit les règles régissant le commerce et l'investissement entre le Canada, les États Unis et le Mexique¹. Depuis l'entrée en vigueur de l'ALENA le 1^{er} janvier 1994, l'Accord a systématiquement éliminé la plupart des obstacles, tarifaires et non tarifaires, au libre-échange et à l'investissement entre les trois pays de l'ALENA. C'est pourquoi, cette union est considérée comme l'une des plus vastes zones de libre-échange au monde. En fait, depuis 1994, l'ALENA a démontré combien le libre-échange contribue à accroître la richesse et la compétitivité, et apporte des avantages tangibles aux ménages, aux agriculteurs, aux travailleurs, aux fabricants et aux consommateurs.

En outre, cet accord a pour objectif²: l'élimination des barrières douanières et les obstacles aux échanges transfrontaliers des biens et des services ; la garantie des conditions d'une concurrence équitable dans la zone de libre-échange ; l'augmentation substantielle des occasions d'investissement au sein des trois pays membres ; la protection et l'application adéquate des droits de propriété intellectuelle dans chacun des territoires ; l'adoption des procédures efficaces de mise en œuvre d'administration conjointe et de résolution des litiges ; l'approfondissement de la coopération trilatérale pour étendre les bénéfices de l'accord ; et la protection de l'environnement et des conditions de travail.

2.2 Exemples d'intégration entre les pays africain

2.2.1 La Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC)

La Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC) comprend les six pays d'Afrique centrale, à savoir, le Cameroun, la République Centrafricaine, le Congo, le Gabon, la Guinée Equatoriale et le Tchad. Le processus d'intégration économique entre ces pays a été impulsé en 1964 avec la signature du Traité instituant l'Union Douanière et Économique de l'Afrique Centrale (UDEAC). Elle dispose d'un cadre structurel et institutionnel complet et un ensemble de politiques

* NAFTA: North American Free Trade Agreement.

¹ Guibert M. (2007), "Amérique Latine, intégration régionale et mondialisation", *Document de Travail*, No. 1054, Janvier. Disponible sur le site web : http://www.cafe-geo.net/article.php3?id_article=1054.

² Accord de Libre-Echange Nord-Américain, "Rapport sur l'ALENA", Consulté le 11/02/2013, <http://www.nafta-sec-alena.org/fr/view.aspx?conID=590&mtpiID=122>.

et mesures ont été mis en place pour promouvoir l'intégration économique et financière régionale entre les États membres¹.

Le CEMAC a constitué dernièrement une union monétaire et douanière. Celle-ci a harmonisé le cadre de la concurrence et de la réglementation des affaires et s'oriente vers la convergence macroéconomique². Néanmoins, en dépit de la création d'une monnaie commune et d'un cadre institutionnel complet, les pays du CEMAC n'ont pas pu atteindre un degré élevé d'intégration financière.

2.2.2 L'Union du Maghreb Arabe (UMA)

L'Union du Maghreb arabe (UMA) a été fondée en février 1989, lorsque les cinq États membres (Algérie, Libye, Maroc, Mauritanie et Tunisie) ont signé le traité constitutif à Marrakech. L'intégration financière régionale au sein du Maghreb avait pour objectif³: la mise en œuvre progressive de la libre circulation des capitaux, des services, des biens et des personnes entre les États membres ; l'adoption d'une politique commune sur les plans économique, industriel, financier, agricole et commercial ; l'institution d'une zone de libre échange avec le démantèlement de l'ensemble des obstacles tarifaires et non tarifaires au commerce entre les pays membres ; la création d'un espace douanier unifié personnalisé avec l'adoption d'un tarif extérieur commun vis-à-vis du reste du monde ; et le renforcement du partenariat économique entre les pays du Maghreb.

Les pays de l'UMA disposent des richesses en ressources naturelles variées lui permettant d'être une des régions importantes dans le monde. Cependant, il existe un certain nombre d'obstacles entravant la mise en application d'une réelle intégration financière et commerciale entre ces pays.

2.2.3 L'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA)

L'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) a été créée en 1994 à Dakar. Elle regroupe 8 pays au sein d'une union monétaire et douanière qui ont un cadre

¹ Rapport de la Banque Africaine de Développement (2010), op cit, p 103.

² Abdi H. N. (2012), "L'Afrique entre les défis de la mondialisation et l'agenda de l'intégration régionale", *Revue PASSERELLES (Revue africaine pour une nouvelle perspective sur le développement durable)*, Vol. 13, No. 3, Octobre, p 11.

³ Union du Maghreb Arabe, "Objectifs et Missions de l'UMA", consulté le 12/11/2011, <http://www.maghrebarabe.org/fr/uma.cfm>.

des affaires et un programme économique communs¹. Il s'agit du Bénin, du Burkina Faso, de la Côte d'Ivoire, du Mali, du Niger, du Sénégal, du Togo et de la Guinée Bissau. Elle a pour objectif² : de renforcer la compétitivité des activités économiques et financières des États membres dans le cadre d'un marché ouvert et concurrentiel et d'un environnement juridique rationalisé et harmonisé ; d'assurer la convergence des performances et des politiques économiques des États membres par l'institution d'une procédure de surveillance multilatérale ; de créer entre États membres un marché commun basé sur la libre circulation des personnes, des biens, des services, des capitaux et le droit d'établissement des personnes exerçant une activité indépendante ou salariée, ainsi que sur un tarif extérieur commun et une politique commerciale ; d'instituer une coordination des politiques sectorielles nationales par la mise en œuvre d'actions communes, et éventuellement, des politiques communes notamment dans les domaines suivants : ressources humaines, aménagement du territoire, agriculture, énergie, industrie, mines, transports, infrastructures et télécommunication ; d'harmoniser, dans la mesure nécessaire au bon fonctionnement du marché commun, les législations des États membres et particulièrement le régime de la fiscalité.

2.2.4 Le Marché commun de l'Afrique de l'Est et de l'Afrique Australe (COMESA*)

Le COMESA comporte 19 pays africains membres : Burundi, Comores, R.D.C Djibouti, Egypte, Érythrée, Ethiopie, Kenya, Libye, Madagascar, Malawi, Ile Maurice, Rwanda, Seychelles, Soudan, Swaziland, Ouganda, Zambie et Zimbabwe. Ce marché a adopté une approche progressive et à vitesse variable vis-à-vis de l'intégration. Il a été initialement établi en tant que Zone d'Echanges Préférentiels (ZEP) pour les États de l'Afrique de l'Est et de l'Afrique australe. La ZEP s'est transformée en COMESA en 1994 et a formé une Zone de libre-échange (ZLE) partielle en octobre 2000³.

Le COMESA a élaboré des règles d'origine uniques et a simplifié les procédures douanières. Il a également assuré l'élimination de certains obstacles non-tarifaires tels que les licences d'importation, la suppression des restrictions de change et l'élimination

¹ Tiphaine L. (2008), "Intégration économique des pays d'Afrique de l'Ouest", *Document de Travail de la Commission Européenne*, Mai.

² Union Economique et Monétaire Ouest Africaine, "Historique de l'UEMOA", Consulté le 08/02/2013, http://www.uemoa.int/Pages/UEMOA/L_UEMOA/Historique.aspx

* COMESA: Common Market for Eastern and Southern Africa.

³ Rapport de la Banque Africaine de Développement (2010), op cit, p 45, 47.

des contingents d'importation et d'exportation. De plus, le COMESA a défini une stratégie régionale visant à tirer profit du tourisme¹. En outre, le COMESA vise à créer un marché unique, à long terme, pour les services financiers afin de soutenir l'intégration régionale. Néanmoins, la majorité des membres du COMESA sont encore loin de réaliser les critères de convergence essentiels à la stabilité macroéconomique.

2.2.5 La Communauté de développement de l'Afrique Australe (SADC*)

La Communauté de développement d'Afrique australe (SADC) est une organisation établie en 1992 visant à promouvoir le développement économique de l'Afrique australe. Elle se compose de 15 Etats membres. Elle a pour objectif²: la réalisation du développement et de la croissance économique ; le développement des valeurs politiques, des systèmes et des établissements communs ; la réalisation de la complémentarité entre les stratégies et les programmes nationaux et régionaux ; la maximisation de l'emploi et l'utilisation des ressources de la région ; l'utilisation durable des ressources naturelles et la protection effective de l'environnement ; l'améliorer le climat des affaires et des investissements ; la réalisation de la convergence concernant les indicateurs macroéconomiques ; et le renforcement de la compétitivité industrielle et la diversification des économies de la SADC en promouvant le commerce intra-régional, les investissements productifs et la coopération technologique³. La SADC a assuré, ces dernières années l'harmonisation des politiques en matière de fiscalité, d'investissement, de bourses et d'assurance tout en réalisant la convergence macroéconomique. En outre, une union douanière a été mise en place et une harmonisation du cadre réglementaire des affaires et une convergence sur les politiques macroéconomiques ont été réalisées⁴.

¹ Abdi H. N. (2012), op cit, p 11.

* SADC: Southern African Development Community

² Southern African Development Community, "SADC Objectives", Consulté le 11/02/2013, <http://www.sommetjohannesburg.org/institutions/frame-sadc.html>

³ Rapport de la Commission économique pour l'Afrique (2012), "État de l'intégration régionale en Afrique V: Vers une zone de libre-échange continentale africaine", Commission économique pour l'Afrique, Addis-Abeba, Juin, p 23.

⁴ Abdi H. N. (2012), op cit, p 11.

3. Quelques exemples des chocs financiers

Les années quatre-vingt-dix laisseront dans les ouvrages d'histoire économique la trace d'importantes et fréquentes crises du système financier international. En effet, Les politiques de libéralisation financière des années 1990, qui ne se sont pas accompagnées d'une régulation prudentielle adéquate, ont donné lieu à plusieurs crises financières à la fin du XXe siècle. En d'autres termes, ces crises ont beaucoup contribué à l'émergence de l'idée selon laquelle la libéralisation du compte de capital augmente le risque d'instabilité financière.

Le Mexique a connu, à la fin de 1994 et au début de 1995, une grave crise financière. Celle-ci a été suivie deux ans plus tard, en juillet 1997, par la crise thaïlandaise, qui se propageant à une large partie de l'Asie en 1997 et 1998, frappe la Corée, la Malaisie, l'Indonésie et les Philippines. En août 1998, c'est au tour de la Russie, et la crise russe déstabilise le Brésil à la fin de 1998 et au début de 1999. La Turquie entre en crise à la fin 2000, l'Argentine en 2001 puis le Brésil à nouveau en 2002¹. En fait, le déclenchement de la crise asiatique a été également imputé à la libéralisation du compte de capital dans la mesure où son ouverture sélective a permis aux banques de répondre à l'aléa moral, créé par des garanties gouvernementales². Ces crises ont coïncidé avec une période d'intégration financière extérieure croissante³.

Les crises que les pays du Sud-est asiatiques ont vécues ont été localisées au départ dans les pays de la zone ASEAN avant qu'elles ne s'étendent, par la suite, de manière concentrique en trois temps (voir figure 3.3)⁴. Dans un premier temps, soit en 1997, la crise était limitée à la sphère monétaire ; durant le printemps 1998, elle a atteint la sphère financière et en août 1998, elle s'est étendue hors de la zone du Sud-est asiatique, tout en enregistrant une virulence moins prononcée.

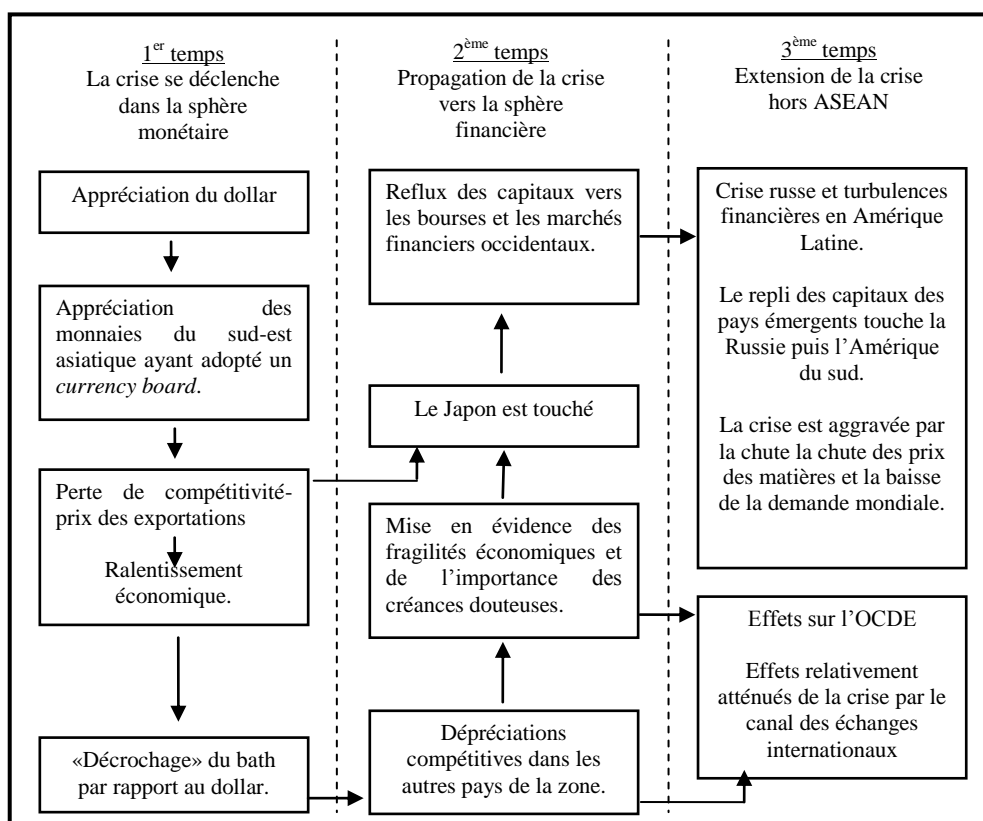
¹ Boyer R., Dehove M. et Plihon D. (2004), op cit, p 9.

² Furman J., Stiglitz J. E., Bosworth B. P., et Radelet S., (1998), "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1998, No. 2, p 14.

³ Aizenman J. et Pinto B. (2011), "Managing Financial Integration and Capital Mobility: Policy lessons from the past two decades", *Policy Research Working Paper*, No. 5786, The World Bank.

⁴ Bourget J., Figliuzzi A. et Zenou Y. (2002), "Monnaies et systèmes monétaires", 9^{ème} Edition, Ed. Bréal, France, pp. 218-222.

Figure 3.3 : La crise asiatique



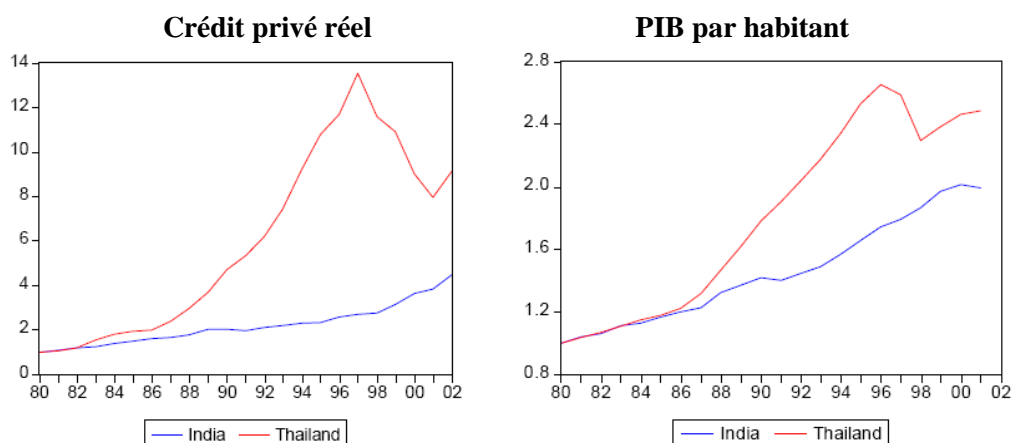
Source : Bourget J., Figliuzzi A. et Zenou Y. (2002), "Monnaies et systèmes monétaires", 9^{ème} Edition, Ed. Bréal, France, p 222.

Toutes ces crises ont en commun la combinaison d'un endettement international en devises étrangères et de régimes de change rigides que les investisseurs étrangers considéraient comme difficiles à résoudre. Ainsi, l'application du processus de libéralisation financière, sans mise en place d'une réglementation pour diversifier les risques et imposer des provisions minimales en capital, mais aussi sans supervision bancaire digne de ce nom, a été le terrain propice au mûrissement des crises.

Toutefois, les expériences contrastées de la Thaïlande et de l'Inde illustrent le double effet de la libéralisation financière. La Thaïlande, une économie financièrement libéralisée, a connu des booms et des crises de prêt ; tandis que l'Inde, une économie non libéralisée, a suivi une trajectoire de croissance lente mais sûre¹ (voir figure 3.4). A partir de cette figure, nous constatons qu'en Inde, le PIB par habitant n'a augmenté que de 99 % entre 1980 et 2001, alors que dans le cas de la Thaïlande, le PIB par habitant a augmenté de 148 %, bien que ce pays ait connu une crise majeure.

¹ Rancière R., Tornell A. et Westermann F. (2006), "Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30, August, p 2 et 3.

Figure 3.4. Thaïland vs. Inde : Crédit et Croissance (1980-2002)



Source : Rancière R., Tornell A. et Westermann F. (2006), op cit, p 2 et 3.

En dépit des réformes entreprises par la suite, les économies avancées et émergentes ont connu de graves distorsions pendant la Grande Récession de la crise financière mondiale de 2008-2009. Du coup, les chercheurs continuent de débattre les causes ayant généré les crises européenne et asiatique et le rôle des flux de capitaux. Mais, vu l'intensité du débat, il est surprenant que peu d'études aient cherché à évaluer systématiquement cette évidence.

Une raison peut justifier cette rareté des études, est que les problèmes de causalité inverse sont sévères dans ce contexte. Les pays qui connaissent des turbulences financières peuvent imposer ou renforcer les contrôles (voir tableau 3.3), comme l'a fait la Malaisie à la suite du déclenchement de la crise asiatique. Ils ont encore la possibilité de réduire les contrôles pour restaurer la confiance des investisseurs, tout comme la Thaïlande en Janvier 1998 et la République de Corée quelques mois plus tard. L'absence de contrôle des capitaux peut (ou non) accroître le risque de crise, mais vu que ce risque entraîne, parfois, des changements dans le régime du compte de capital, il est difficile de distinguer la cause de l'effet¹.

Néanmoins, l'expérience des pays indiquent que la possibilité d'éviter la crise financière dans le cadre d'un compte de capitaux plus ouverts, dépend souvent de la capacité des institutions financières et non financières ainsi que le gouvernement, de gérer les risques financiers en général. En même temps, des dispositions juridiques,

¹ Eichengreen B. (2001), "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?", *The World Bank Economic Review*, Vol. 15, No. 3, p 342 et 343.

institutionnelles et prudentielles doivent être mises en œuvre pour faire face aux différents risques associés aux flux de capitaux.

Tableau 3.3. Les épisodes de crises bancaires systémiques : pays industrialisés

Pays	Période	Effets de la crise	Coûts de la résolution
Finlande	1991-94	L'épargne du secteur bancaire gravement touchée ; le gouvernement a pris le contrôle de trois banques qui représentaient 31 % du total des dépôts du système.	Les coûts de recapitalisation se sont élevés à 11 % du PIB.
Japon	Années 90	Les banques ont souffert de la forte baisse des marchés boursiers et des prix de l'immobilier pendant les années 1990. Les créances non performantes ont été estimées à 87,5 milliards de Yens (725 milliards US \$) en 1995 (17,9 % du PIB).	Au milieu de l'année 1999, les coûts de recapitalisation ont été estimés à 15-20 % du PIB.
Norvège	1987-93	La banque centrale a accordé des prêts spéciaux à six banques et a pris le contrôle de trois grandes banques (85 % des actifs du système bancaire).	Les coûts de restructuration ont atteint 8 % du PIB.
Espagne	1977-85	Durant la période 1978-83, 52 établissements ont été secourus, liquidés, fusionnés ou nationalisés ; ce qui représente 20 % du total des dépôts du système bancaire.	Les pertes des banques sont estimées à près de 16,8 % du PNB.
Suède	1991-94	Deux banques (représentant 21,6 % des actifs du système bancaire) ont été déclarées insolubles.	Les coûts de recapitalisation sont estimés à 4 % du PIB.

Chant J. (2003), "Financial Stability As a Policy Goal" in *Essays on Financial Stability Report*, by Chant J., Lai A., Illing M., and Daniel F., *Technical Report No. 95*, Bank of Canada, September, p 24.

Section 4. Renforcer la stabilité financière et réduire la vulnérabilité aux chocs

L'intégration des marchés de capitaux internationaux et la mondialisation des grandes institutions financières visent principalement à maintenir la stabilité financière de plus en plus importante et de plus en plus complexe. Le réseau des relations financières reliant les principales institutions aux marchés financiers crée plusieurs difficultés à ces institutions financières et tend à se propager vers d'autres secteurs. De nombreux travaux théoriques récents ont étudié de manière exhaustive les facteurs à l'origine de l'instabilité du système financier. En fait, la compréhension de ces facteurs dans la

microéconomie du comportement des marchés financiers est un outil important permettant à la recherche de faire des avancées notables qui pouvant aider les décideurs politiques qui en éprouvent le besoin d'obtenir un système financier stable, capable de réaliser une stabilité globale de l'économie et d'améliorer significativement le niveau de la croissance économique des pays engagés dans cette voie.

1. Définition de la stabilité financière

Dans les débats tournant autour du rôle de la politique monétaire, il est important de mentionner l'existence de deux facteurs déterminants pour la stabilité du système financier, à savoir, la structure institutionnelle générale de ce système et l'exhaustivité de l'information à la disposition des participants au système. En outre, un système financier est stable lorsqu'il est capable de faciliter la performance d'une économie (au lieu de l'entraver) et de dissiper les déséquilibres financiers qui se posent de façon endogène ou suite à des effets secondaires graves et inattendus (par exemple : les chocs externes). Autrement dit, la stabilité financière est une situation dans laquelle les mécanismes d'évaluation, de diversification et de gestion des risques financiers (risques de crédit, de liquidité, de marché, etc.) dans une économie, fonctionnent bien pour contribuer à la performance de l'économie¹.

La stabilité financière signifie que le système financier est plus robuste face à des perturbations dans une économie, de sorte qu'il est capable d'effectuer l'intermédiation financière, les paiements, et redistribuer les risques économiques et financiers de façon convenable. *Andrew Crockett (1997)* définit la stabilité financière comme étant une absence d'instabilité ; une situation dans laquelle la performance économique est potentiellement compromise par les fluctuations des prix des actifs financiers ou par une incapacité des institutions financières à répondre à leurs obligations contractuelles².

De même, selon un rapport établi par la banque fédérale d'Allemagne, le terme "stabilité financière" décrit de façon générale un état stable dans lequel le système financier peut effectuer, de façon efficace, ses principales fonctions économiques (telles que l'allocation des ressources, la répartition des risques ainsi que le règlement des

¹ Schinasi G. J., (2004), "Defining Financial Stability", *IMF Working Paper*, No 04/187, October, pp 8-10.

² Crockett A. (1997), "The Theory and Practice of Financial Stability", *Essays in International Finance (Publication)*, No. 203, April, p 2.

paiements) et est en mesure de le faire, même en cas de chocs, de situations de stress financier et de périodes de changements structurels profonds¹.

La stabilité financière se réfère au bon fonctionnement des marchés et des institutions qui composent le système financier. Selon *Buiter et Taci (2003)*, pour construire un secteur financier stable et efficace, les pays en transition doivent relever un certain nombre de défis, dont les suivants²: (i) le renforcement de la surveillance et la réglementation prudentielle, (ii) l'amélioration de la gestion des risques des institutions et des organismes de surveillance, (iii) l'amélioration de la transparence, de la divulgation des activités financières et de la discipline marché, (iv) l'amélioration de l'efficacité du cadre juridique.

La stabilité financière est une condition vitale pour la croissance économique, car la plupart des transactions dans l'économie réelle sont réglées par le système financier. L'importance de la stabilité financière est, peut-être, plus visible dans les situations d'instabilité financière³. Par exemple, les banques peuvent être réticentes à financer des projets rentables, les prix des actifs peuvent s'écarter excessivement de leurs valeurs intrinsèques (fondamentales), ou encore dans le cas où les paiements ne peuvent être réglés à temps. Dans les cas extrêmes, l'instabilité financière peut même conduire à une panique bancaire, une hyperinflation, ou un crash boursier.

Pour définir la stabilité financière, il semble donc utile de définir son contraire, à savoir « l'instabilité financière ». L'instabilité financière se réfère aux conditions des marchés financiers qui menacent de nuire à la performance d'une économie suivant leur impact sur le fonctionnement du système financier. Cette instabilité peut être néfaste au fonctionnement de l'économie de différentes manières. Elle peut, ainsi, défavoriser la situation financière des unités non financières (telles que les ménages, les entreprises et les gouvernements) dans la mesure où leurs capacités de financement deviennent restreintes. Elle peut également perturber les opérations des institutions financières, en particulier, et les marchés et ce, en les rendant moins capables de poursuivre le

¹ Deutsche Bundesbank Report (2003), "Stability of the German Financial System", *Monthly Report*, Frankfurt, December, p 8.

² Buiter W., and Taci A. (2003), "Capital account liberalization and financial sector development in transition countries", in Age F. P. Bakker and Bryan Chapple, eds., *Capital Liberalization in Transition Countries: Lessons from the Past and for the Future*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, p 106.

³ Willink N. (2002), "Central Banks as Guardians of Financial stability", Presented at the seminar «Current issues in central banking», Central Bank of Aruba, Oranjestad, November, p 2.

financement du reste de l'économie. Cette instabilité diffère d'une période à une autre et d'un endroit à un autre selon sa première impulsion et ses conséquences sur les différents marchés. A ce niveau, les menaces pesant sur la stabilité financière proviennent de diverses sources telles que l'insolvabilité d'une banque d'échange (petite, spécialisée ou étrangère), les pannes informatiques d'une grande banque, et les activités de prêts d'une banque peu connue¹.

2. Renforcer la stabilité financière : objectif majeur de toute économie

Au cours des deux dernières décennies, il y a eu une sensibilisation accrue sur : (i) les effets que peuvent engendrer les chocs financiers sur la croissance de l'économie, (ii) la manière à travers laquelle un secteur financier fragile ou irrationnel peut s'exposer à des chocs externes et affecter l'économie réelle du pays, (iii) le degré et la rapidité selon lesquels les chocs survenant dans le système financier peuvent se propager à d'autres et déstabiliser, ainsi, les liens entre les systèmes financiers des pays différents. L'importance de l'activité financière dans le fonctionnement de l'économie s'est considérablement accrue consécutivement aux multiples crises financières qu'ont connues divers pays dans les années 90. Dans la même optique, les banques centrales sont de plus en plus sensibles à leur rôle qui réside dans la contribution, avec d'autres organismes, à la réalisation de la stabilité financière. En parallèle, de nombreux travaux ont étudié les questions liées à la nature et aux caractéristiques de la stabilité financière, et aux causes de l'instabilité du système financier.

En parallèle, le développement du secteur financier, l'amélioration de la stabilité financière et la réduction de la vulnérabilité des systèmes financiers demeurent des défis politiques essentiels pour les pays en transition. En général, l'intégration croissante de ces pays dans les marchés financiers internationaux renforce encore plus l'idée de la nécessité d'éliminer les problèmes structurels persistants pour un développement plus efficace de ces marchés financiers.

¹ Chant J. (2003), op cit, p 3.

Enfin, nous pouvons dire que la stabilité macroéconomique est une condition préalable nécessaire pour promouvoir l'intégration financière et commerciale des pays et des régions dans le marché économique international. Cependant, afin d'atteindre la stabilité macroéconomique, il est essentiel de garantir la transparence du système financier. En parallèle, les gouvernements doivent adopter une politique libérale par rapport aux afflux d'IDE, qui permettront aux entreprises étrangères d'exploiter les avantages comparatifs des pays de la région et de localiser leurs infrastructures de production.

Conclusion du chapitre

En guise de conclusion, on peut avancer que les politiques de libéralisation et d'intégration financière ont montré, d'un côté, leur efficacité dans certains pays eu égard au succès et au progrès qu'ils ont enregistrés et, de l'autre, leurs dangers et limites pour une autre catégorie de pays au vu des multiples crises qu'a connues le système financier international. Ainsi, en dépit de ses multiples avantages, les mouvements d'ouverture financière ont été assez souvent accompagnés d'une vague de crises financières et bancaires qui ont, parfois, pris une ampleur systémique, touchant, notamment, les économies émergentes. Dans le lot de ces turbulences, il est possible de relever, entre autres, les crises du système monétaire européen (SME) en 1992-93, celles du Mexique en 1995, des pays asiatiques en 1997, du Brésil en 1998, de la Turquie, de l'Argentine au début 2001 et la crise des Etats Unies en 2008.

L'économie internationale est, en effet, passée d'un système régulé par les Etats et leurs banques centrales à un système reposant essentiellement sur les mécanismes de marché. Les théoriciens du libéralisme insistent sur les avantages indéniables de l'intégration des systèmes et marchés financiers et celle des mouvements de capitaux qui ont amélioré la situation économique de plusieurs pays. Dans ce contexte, l'ouverture financière des pays, surtout émergents et en voie de développement, n'était pas simplement un choix à faire, mais une nécessité étant donné que les systèmes financiers des pays industrialisés se libéralisent de plus en plus et participaient de façon plus active au processus de la globalisation financière internationale.

A l'instar de la plupart des pays en développement, les économies maghrébines ont entré, depuis le début des années 1990, à l'économie de marché et ont amorcé un processus de libéralisation économique et financière visant principalement l'amélioration des niveaux du développement des systèmes financiers, l'intensification des échanges commerciaux, le création et le renforcement d'une intégration maghrébine sur les plans économique, financier, commercial et politique et, enfin, la stimulation de la croissance économique de chaque pays. A travers une analyse empirique détaillée, nous étudions, dans le quatrième chapitre, qui met en lumière les différentes caractéristiques des systèmes financières et des économies de l'UMA, la possibilité de la réalisation du projet d'intégration mis en place depuis 1989. Nous déterminons, également, les contraintes, les opportunités et les défis majeurs à relever par lesdits pays afin de concrétiser l'union financière.

CHAPITRE IV

**Intégration financière, croissance
économique et chocs financiers
externes : investigation
empirique sur les pays de l'UMA**

Introduction du chapitre

À la lumière du débat contradictoire sur les avantages et les risques du processus d'intégration financière et dans le but d'étudier les effets de ce processus sur la croissance économique des trois pays de l'Union du Maghreb Arabe (UMA), ce chapitre tente d'examiner empiriquement l'éventuelle existence d'une relation de long terme entre ces deux variables (intégration financière et croissance économique) tout en prenant en compte l'impact des chocs financiers externes sur l'activité économique des pays de l'UMA. Ces pays avaient amorcé des réformes financières avec comme principaux objectifs la libéralisation de leurs activités économiques et la création d'une union économique, monétaire, financière et commerciale. L'objectif de ce chapitre est d'essayer d'apporter une réponse à la question suivante : *Quels sont les potentiels effets du projet d'intégration financière sur la croissance des économies du Maghreb, tout en tenant compte les effets des chocs financiers externes ?*

Pour ce faire, une première section présente, d'une part, un aperçu général sur la croissance économique et les systèmes financiers des pays du Maghreb et met en lumière, d'autre part, les principales caractéristiques du projet d'intégration financière entre les pays de la région. La section suivante concerne la partie empirique de cette thèse ; elle présente les méthodes d'estimation, le modèle de l'étude et les résultats empiriques obtenus.

Section 1. Aperçu sur les systèmes financiers des pays de l'Union du Maghreb Arabe

1. Description de la région du Maghreb

Les cinq pays du Maghreb représentent, dans l'ensemble, 86 millions de personnes (environ un quart de la région MENA), avec un PIB de 391 milliards de dollars en 2008 (plus d'un tiers des pays de MENA). Cependant deux pays, en l'occurrence l'Algérie et le Maroc émergent du lot de par leur consistance démographique et de leurs PIB plus élevés puisqu'ils représentent, à eux d'eux, plus des trois quarts de la population globale et les deux tiers du PIB de la sous-région. Les économies maghrébines sont dotées de ressources variées¹. Les plus nantis d'entre elles sont la Libye, un pays riche en ressources et importateur de main-d'œuvre et l'Algérie, elle aussi riche en ressources

¹ The World Bank Report (2010), "Economic Integration in the Maghreb", World Bank Middle East and North Africa Region, October, p 2.

mais qui dispose d'une main-d'œuvre abondante. Pour leur part, les trois autres pays sont pauvres en ressources naturelles et disposent d'une main-d'œuvre abondante. Les principales ressources naturelles de la région sont le pétrole, la pêche, les minéraux métalliques et non métalliques. A une époque où l'énergie renouvelable est considérée comme une option incontournable pour résoudre les problèmes économiques et écologiques, la région du Maghreb pourrait grandement en tirer profit, eu égard à son importante source d'énergie solaire, notamment, à condition, bien entendu, que les politiques économiques des pays concernés soient adaptées à cette nouvelle donne.

Au cours des dernières années, les pays de la région ont réalisé des progrès importants dans le sens de la prospérité future. En fait, les progrès réalisés en termes de stabilité des conditions macroéconomiques, des réformes financières entreprises et de l'intégration des échanges commerciaux avec l'Union européenne (UE) ont augmenté le niveau d'attraction des investissements étrangers, ce qui a conduit à une augmentation significative des revenus par habitant. Néanmoins, les pays du Maghreb, à l'instar d'autres économies en développement, sont toujours à la recherche des voies et moyens leur permettant de vaincre les défis majeurs de développement que sont le taux de chômage élevé, la vulnérabilité aux chocs extérieurs (notamment ceux qui touchent les prix des produits exportés par ces pays), le changement climatique ; en plus des défis politiques et sécuritaires, entre autres. Ces pays ont besoin de créer une nouvelle dynamique de réformes politiques visant la résorption du chômage de façon durable grâce à une croissance accélérée.

1.1 L'Union du Maghreb Arabe (UMA)

1.1.1 Aperçu sur Institutions de l'UMA

Conscients de la nécessité de se regrouper pour mieux faire face aux nouveaux défis imposés par une mondialisation tentaculaire, les responsables compétents des cinq pays maghrébins ont élaboré, au début des années 90, une feuille de route et installé une task force composée de plusieurs institutions ayant pour rôle la mise en place d'un plan d'action capable de réaliser un grand projet d'intégration économique, commerciale et financière ainsi que d'une zone de libre échange entre les cinq Etats. L'union du Maghreb Arabe se compose de plusieurs institutions (voir annexe A.5)¹.

¹ Union du Maghreb Arabe, "Institutions de l'UMA", Consulté le 12/01/2013, <http://www.maghrebarabe.org/fr/uma.cfm>

1.1.2 Objectifs de l'UMA

Pour commencer à donner corps à l'Union du Maghreb arabe (UMA), les cinq chefs d'Etat Maghrébins (Algérie, Libye, Maroc, Mauritanie et Tunisie) se sont réunis le 10 juin 1988 à Zeralda (Algérie) où ils ont pris la décision de mettre sur pied une grande commission ayant pour mission de définir les voies et moyens à mettre en œuvre pour la réalisation d'une Union entre les cinq pays concernés. Celle-ci a été fondée huit mois plus tard, février 1989, lors du sommet de Marrakech (Maroc) en présence des cinq chefs d'Etats de l'époque qui ont signé le traité constitutif.

Ce traité de Marrakech a fixé les objectifs suivants¹:

- Mise en œuvre progressive de la libre circulation des capitaux, des services, des biens et des personnes entre les États membres ;
- Adoption d'une politique commune sur les plans économique, industriel, financier, agricole et commercial ;
- Institution d'une zone de libre échange où l'ensemble des obstacles tarifaires et non tarifaires au commerce entre les pays membres seront (démantelés) levés ;
- Création d'un espace douanier unifié personnalisé avec l'adoption d'un tarif extérieur commun avec le reste du monde ;
- Renforcement du partenariat économique entre les pays du Maghreb.

1.2 Volonté de développer et de concrétiser l'UMA

En sus de la signature du Traité, le sommet de Marrakech a adopté une déclaration solennelle relative à la création de l'UMA ainsi que le Programme de travail de l'Union. Par la suite, six Sommets ont été tenus, respectivement à: Tunis les 21-23 janvier 1990, Alger les 21-23 juillet 1990, Ras Lanouf (Libye) les 10-11 mars 1991, Casablanca (Maroc) les 15-16 septembre 1991, Nouakchoutt (Mauritanie) les 10-11 novembre 1992, Tunis les 2-3 avril 1994. Depuis la signature du traité de Marrakech en 1989, plusieurs projets visant l'amélioration des échanges maghrébins dans différents domaines ont été mis en place dont les plus récents sont: le lancement d'une banque d'investissement « *La Banque Maghrébine d'Investissement et de Commerce Extérieur*

¹ Union du Maghreb Arabe, "Objectifs et Missions de l'UMA", Consulté le 12/11/2011, <http://www.maghrebarabe.org/fr/uma.cfm>

(*BMICE*) »* pour le financement des projets d'infrastructure dans la région ; la mise en œuvre d'un projet de création d'un marché maghrébin d'assurance et de réassurance pour couvrir les risques encourus au niveau des activités économiques et commerciales maghrébines ; l'adoption d'une série de mesures destinées à dynamiser la coopération maghrébine dans les domaines de l'éducation, de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique ; la promotion des programmes de recherches technologiques, à travers l'établissement de liens directs entre les différents centres maghrébins de recherche et la constitution d'une base commune de données en la matière ; la multiplication des rencontres entre les hommes d'affaires et commerçants maghrébins afin de tirer profit de l'ensemble des opportunités d'investissement offertes dans l'espace maghrébin ; la modernisation de l'arsenal juridique régissant les investissements intérieurs et étrangers.¹

De plus, dans le but de renforcer les liens monétaires et financiers entre les cinq pays membres de l'UMA, plusieurs accords économiques et financiers multilatéraux ont été signés sur les questions en relation, essentiellement, avec le commerce régional, les garanties d'investissement, les dispositions fiscales et les relations interbancaires. En outre, la région du Maghreb a besoin de développer un cadre institutionnel sain et réaliser des progrès supplémentaires sur la libéralisation du commerce pour faciliter l'intégration des pays dans le groupe ainsi constitué. En d'autres termes, l'intégration financière entre les pays du Maghreb, comme pour d'autres pays africains, peut apporter divers avantages aux membres de l'Union.

1.3 Caractéristiques des systèmes financiers des pays de l'UMA

Le secteur financier joue un rôle crucial dans le processus d'accumulation du capital et la croissance de la productivité. Au cours des dernières années, les pays du Maghreb sont bien conscients de l'importance de la modernisation de leurs secteurs financiers et ont mis en œuvre des réformes économiques et financières avec des résultats encourageants. Ces pays ont mis en place un conseil de coordination et d'harmonisation

* La *BMICE* a été créée par le biais d'un accord signé par le Conseil de la Présidence de l'UMA. Elle a pour objectif : la contribution à l'édification d'une économie maghrébine compétitive et intégrée, à la réalisation de projets mixtes, à la promotion des échanges commerciaux intermaghrébins et au renforcement des investissements et la circulation des biens et des capitaux entre les pays du Maghreb.

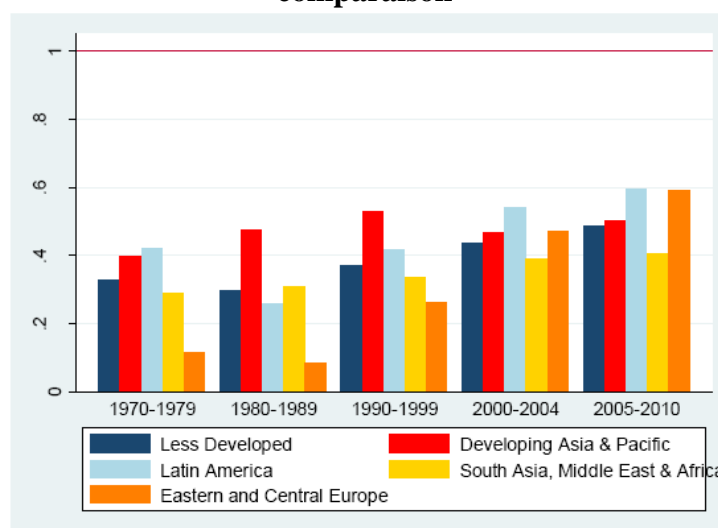
¹ Union du Maghreb arabe, "Actualités de l'UMA", Consulté le 17/03/2013, <http://www.maghrebarabe.org/fr/uma.cfm>

des plans de développement financier et du commerce interrégional. Les cinq pays du Maghreb ont signé un traité en 1989 avec l'objectif de protéger les intérêts économiques de la région, de favoriser et de promouvoir la coopération économique et l'intensification des échanges commerciaux mutuels comme un précurseur de l'intégration et de la création d'un marché commun Nord Africain¹.

Les principales caractéristiques des systèmes financiers de ces pays sont²: (a) forte présence du secteur public dans la plupart des pays ; (b) l'ouverture limitée du secteur financier dans certains pays ; (c) la présence de nombreuses lacunes dans les cadres juridiques, réglementaires et de supervision, et (d) La faible modernisation des systèmes de paiement (le paiement se fait, en grande partie, en espèces).

En outre, la figure (4.1) présente l'évolution de l'indice d'ouverture financière par régions. Comme le montre le graphique, l'indice de l'ouverture du compte de capital a été augmenté depuis les années 1990, mais il a été plus faible que dans d'autres économies émergentes.

Figure 4.1. L'ouverture financière dans les pays en développement : une comparaison



Note: The maximal value of *KAOPEN* is indexed as 1.00.

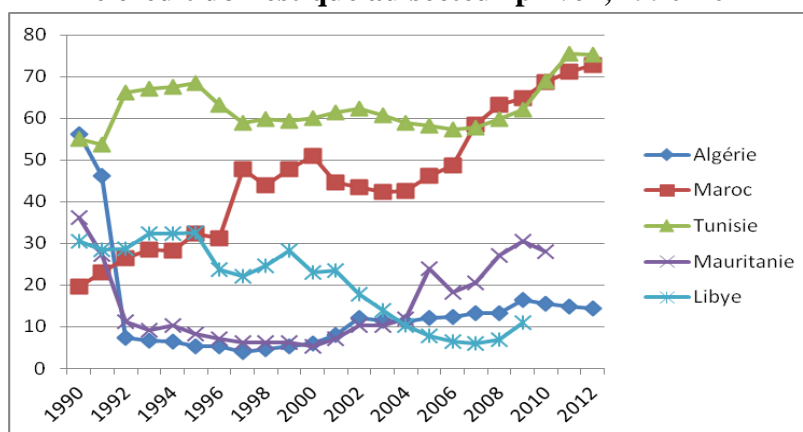
Source: Ito H., and Chinn M. D. (2012), "Notes on the Chinn-Ito Financial Openness Index, 2010 Update", March, available at http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.html.

¹ Russo M., and Ugolini P. (2008), "Financial Sector Challenges in Africa's Emerging Markets", Emerging Market Forum, *EMF paper series*.

² Tahari A., Brenner P., De Vrijer E., Moretti M., Senhadji A., Sensenbrenner A., and Solé J. (2007), "Financial Sector Reforms and Prospects for Financial Integration in Maghreb Countries", *IMF Working Paper*, WP/07/125, May.

Le schéma ci-après (figure 4.2) montre le niveau de l'approfondissement des systèmes financiers des cinq pays du Maghreb, mesuré à travers l'indicateur "Crédit domestique au secteur privé". Nous observons que les systèmes financiers de la Tunisie et du Maroc ont passé, ces dernières années, d'une faible position initiale de profondeur financière à un processus d'approfondissement financier considérable. Cela est particulièrement évident dans le cas des marchés boursiers qui n'existaient pas avant la transition vers l'économie de marché. Par rapport à ces deux pays, les systèmes financiers du reste des pays de l'UMA (Algérie, Lybie et Mauritanie) restent peu profonds, cela peut être justifié par les entraves imposées sur l'investissement domestique et étranger ainsi que sur l'activité bancaire et financière.

Figure 4.2 : L'approfondissement financier dans les pays du Maghreb mesuré par "le crédit domestique au secteur privé", 1990-2012



Source: The African Development Indicators, World Bank Database, 2012.

Parmi les pays du Maghreb, le Maroc enregistre un taux de réformes du secteur financier légèrement en avance comparativement à l'Algérie et à la Tunisie. Au Maroc, le secteur financier a connu un large éventail de réformes depuis 2003, après la première vague de réformes mises en œuvre dans les années 1990. Au cours des dernières années, les autorités monétaires et financières de ce pays ont déployé des efforts importants pour réformer le secteur bancaire et financier. De même, au-delà des banques contrôlées par l'Etat, les institutions du secteur privé sont divisées entre celles majoritairement détenues par des actionnaires locaux et celles contrôlées par les opérateurs étrangers. De nouveaux mécanismes de financement sont également mis en place pour aider les entreprises à améliorer leurs situations. Pour ce qui est de la réglementation

prudentielle, le ratio de solvabilité Bâle II a été adopté en 2006 pour éviter les paniques bancaires et améliorer, par là même, la stabilité du secteur financier. En Tunisie, le secteur bancaire a subi des changements importants depuis 2001. Le système financier se base toujours sur les banques commerciales, qui représentent environ 65 % du total des actifs financiers. Après les réformes de privatisation, le système bancaire tunisien était structuré comme suit : un tiers des banques géré par l'Etat, un tiers sous le contrôle des banques étrangères, et le tiers restant par des ressortissants privés. Ces dernières années, les autorités tunisiennes ont également adopté des séries de mesures visant le renforcement de la supervision bancaire et la transparence financière.

En Algérie, officiellement, le secteur financier a été libéralisé en avril 1990, avec la promulgation de la loi sur la monnaie et du crédit. Toutefois, en raison de la crise sécuritaire qu'a connue le pays au cours des années 1990, il a fallu attendre jusqu'à la fin de la décennie pour que les premières banques privées (nationales et étrangères) voient le jour et se font une place sur le marché financier. Dès lors, une augmentation du niveau de concurrence a été enregistrée dans le secteur. Cependant, un long chemin reste à parcourir pour le système bancaire et financier algérien afin qu'il puisse atteindre les normes internationales. Depuis 2004, les efforts de privatisation en Algérie se sont intensifiés, mais les lourdeurs bureaucratiques et le manque de transparence financière préoccupent les investisseurs potentiels et surtout les découragent. Cela n'est pas sans constituer un frein à l'attraction des investissements étrangers.

Enfin, on peut dire que les réformes économiques qui ont été entrepris dans les pays du Maghreb, au cours des deux dernières décennies, ont généralement atteint une stabilité macroéconomique et ont contribué à augmenter la croissance dans certains pays. En dépit de ces développements, les secteurs financiers de ces pays ont encore besoin de modernisation et d'intégration économique régionale et mondiale.

2. Intégration financière et croissance économique dans les pays du Maghreb

L'intégration financière et commerciale est essentielle pour le développement des régions, tant en termes de commerce et de coopération interne qu'en termes de relations entre les pays du Maghreb et leurs partenaires extérieurs, notamment l'Union Européenne¹. Dans les pays du Maghreb, l'intégration financière et commerciale est une grande opportunité à saisir pour chaque pays afin de constituer un groupe homogène pouvant être un partenaire beaucoup plus fiable ayant plus de poids pour l'Union Européenne, tout particulièrement, et de même pour d'autres communautés économiques régionales. C'est devenu une nécessité économique impérieuse et incontournable vu la concurrence intense entre les blocs régionaux².

Le projet d'intégration économique maghrébine, vieux de plus de deux décennies, tarde à être concrétisé au grand dam des Maghrébins qui n'arrivent pas à comprendre les tergiversations de leurs responsables alors que les enjeux sont de taille. En effet, ce projet est loin d'avoir atteint le taux de réalisation escompté, ce qui pousse certains, au fait de la situation, à penser légitimement que la volonté politique des Etats membres est bien en-deçà des aspirations de leurs peuples. Dans le contexte d'un environnement concurrentiel, de plus en plus âpre, les pays du Maghreb ont tout intérêt à accorder vite leurs violons afin d'accélérer le processus d'intégration sous peine d'être emportés dans le tourbillon de la mondialisation. La relance de l'Union du Maghreb Arabe (UMA) devient alors une étape indispensable et cruciale pour renforcer la croissance économique dans la région.

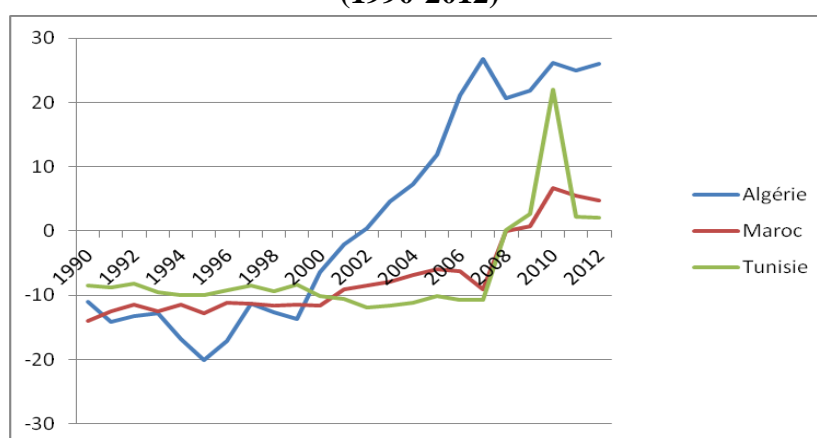
La figure (4.3) présente les dynamiques du processus de l'intégration financière dans les trois pays de l'UMA (l'Algérie, le Maroc et la Tunisie) au cours de la période 1990-2012. Nous pouvons constater que ces pays ont enregistré des progrès considérables dans le cadre de l'amélioration de leurs niveaux d'intégration depuis le début des années 90 à l'exception de l'Algérie qui n'a commencé à enregistrer des progrès qu'à la fin des années 90 en raison de la crise sécuritaire qu'a vécue le pays. Bien que l'intégration

¹ Darrat A. F., and Pennathur A. (2002), "Are the Arab Maghreb countries really integratable: Some evidence from the cointegrated systems, *Review of Financial Economics*, No. 11, p 80.

² Zenasni S. et Benhabib A. (2011), "Les effets de l'intégration financière sur la croissance économique ; réalité et défis pour les pays du Maghreb", *Algerian Review of Financial and Banking Studies*, Vol. 1, No. 2, p 21.

financière et économique entre les pays du Maghreb soit une option pouvant garantir les plus grands gains économiques, ce n'est pas une stratégie réaliste pour ces pays, au moins à court terme. L'Algérie n'est pas encore membre de l'OMC. La Tunisie et le Maroc, quant à eux, adhèrent à l'OMC, mais ils n'ont pas signé les engagements d'accès au GATS. En plus, la Tunisie a seulement signé des engagements d'accès au marché dans trois secteurs de services, en l'occurrence, les finances, le tourisme et la communication.

Figure 4.3 : Dynamiques de l'intégration financière en Algérie, Maroc et Tunisie (1990-2012)



Source: Lane and Milesi-Ferretti Database (2006).

2.1 Aperçu sur la croissance économique dans les pays du Maghreb

A la faveur des réformes de libéralisation économique et de privatisation mises en application dans les différentes branches économiques à partir du début des années 90, la croissance économique a connu un essor certain ces dernières années. Le tableau (4.1) présente des données sur les économies des trois pays du Maghreb.

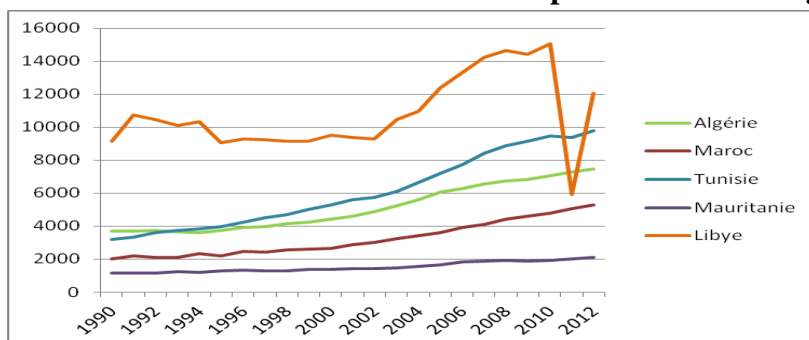
Tableau 4.1 : Quelques statistiques sur les pays de l'UMA en 2012

Pays	Pop M	PIB m US \$	PIB par habitant US \$	OPEC O/N	OMC Année d'adhésion
Algérie	36.49	207.79	5 693.98	Oui	/
Maroc	32.52	97,53	2 988.88	Non	1995
Tunisie	10.77	45,61	4 232.06	Non	1995

Source: Rogmans T. J. (2011), "The determinants of Foreign Direct Investment in the Middle East North Africa Region", PhD thesis, Supervised by Prof. Dr. Ebber H.A., Nyenrode Business University, November, p 61... Update of the World Bank Indicators, 2012.

En plus, La figure (4.4) illustre une comparaison entre les économies nord africaines et montre qu'il y a des différences importantes entre elles, ce qui reflète non seulement les différences dans les conditions économiques, sociales et politiques mais aussi des différences dans le rythme et la force de la réforme économique¹. Ainsi, les pays qui ont mis en œuvre des réformes structurelles plus profondes ont récolté le dividende le plus élevé de croissance.

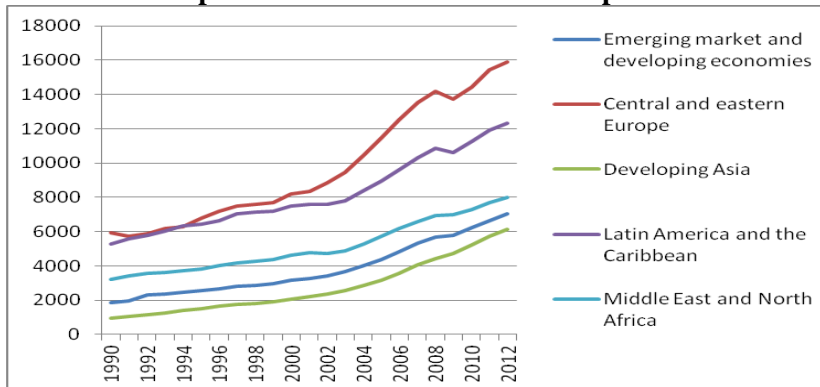
Figure 4.4. PIB réel en termes de PPA : Comparaison Intra-Maghreb



Source: The International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2013.

Dans une comparaison faite avec les différents blocs économiques mondiaux, la figure (4.5) montre que la croissance des dividendes dans les pays d'Afrique du Nord a été relativement modeste: la croissance du PIB par habitant en termes de parité de pouvoir (PPA) dans ces pays a accéléré relativement au cours de la dernière décennie, mais ce progrès reste faible si on fait une comparaison avec d'autres économies en développement et émergentes (à l'exemple des économies latino-américaines).

Figure 4.5. PIB réel par tête en termes de PPA : comparaison internationale



Source: The International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2013.

¹ Zenasni S. et Benhabib A. (2013), "Foreign Direct Investment, Financial Integration, and Growth: Panel Data Analysis for North African Countries", *The 12th Annual GEP Postgraduate Conference 2013*, University of Nottingham, United Kingdom, March.

Ainsi, malgré la création de l'Union du Maghreb Arabe en 1989, la plupart des transactions commerciales du Maghreb sont réalisées avec l'Europe. Le niveau des échanges intra-maghrébins est inférieur à celui des autres blocs commerciaux du monde. En 2007, le commerce intra-Maghreb représentent moins de 2 % du PIB et moins de 3 % du total des échanges de la région¹. Parmi les raisons de cette faible performance, on trouve les nombreuses barrières entravant le commerce, le manque de diversification de la production, et plusieurs d'autres considérations politiques.

En outre, le processus de libéralisation du compte de capital dans lesdits pays, comme pour les autres pays africains, peut apporter des avantages à travers trois canaux. Premièrement, il constitue un facteur stimulant pour les réformes financières internes. Deuxièmement, il permet d'augmenter l'efficacité et la rentabilité des institutions financières. Troisièmement, il assure la croissance des populations en augmentant la compétitivité de leurs compétences économiques².

2.2 Les échanges commerciaux des pays de l'UMA

Même si les échanges commerciaux intermaghrébins ont connu une légère amélioration ces dernières années (comme le montre le tableau 4.2 indiquant le niveau des importations et des exportations ainsi que le degré d'ouverture commerciale), cela ne représente que quelque 2% du commerce mondial. Comparés aux échanges qui se font dans la zone de l'UE, en Asie ou encore en Amérique du Nord, à hauteur respectivement de 70%, 52% et 50% des échanges, ceux opérés dans le cadre intra-maghrébin, représentent seulement 10% des échanges commerciaux réalisés sur le continent africain³. Un taux jugé insignifiant pour une « entité maghrébine » qui, en plus de sa position géographique stratégique, dispose de grandes potentialités pouvant lui permettre de se frayer un chemin parmi les pôles régionaux existants. En fait, le plus gros des exportations se limitent à quelques produits de base.

Eu égard à ces considérations, les pays de l'UMA ne sont pas suffisamment armés pour pouvoir tenir le coup face aux ondes délogées par les chocs économiques et

¹ Akhtar S., and Rouis M. (2010), "Economic Integration in MENA: the GCC, the Maghreb, and the Mashrek", *The MENA Quick Notes Series*, No. 33, October.

² Rapport de la Banque Africaine de Développement (2009), "L'effet de la crise financière mondiale sur l'Afrique", *ADB Working Papers Series*, No. 96, March, Tunisia.

³ Briggs I. (2012), "Jalons vers la zone de libre-échange continentale africaine : examen du plan d'action et de la feuille de route", *Revue PASSERELLES (Revue africaine pour une nouvelle perspective sur le développement durable)*, Vol. 13, No. 3, Octobre, p 4.

financiers extérieurs et aux politiques commerciales protectionnistes. L'impact négatif de la crise économique et financière récente subie dans la région est révélateur de la vulnérabilité de cette union qui a du mal à se mettre en place. De nombreuses analyses montrent que l'Afrique est en mesure de mieux se prémunir contre les chocs extérieurs en augmentant sa performance économique grâce au renforcement de l'intégration de son marché, ce qui pourra intensifier et fructifier davantage les échanges entre les pays. Eu égard à la concurrence grandissante entre les blocs régionaux et, partant, au caractère incontournable de l'intégration, des réflexions ne cessent de s'engager au plus haut niveau de la hiérarchie de ces pays. Donc, cette situation ne cesse de susciter des réflexions de la part des dirigeants de ces pays ainsi que les responsables de ce projet.

Tableau 4.2 : Aspects commerciaux des pays du Maghreb, 2012

Pays	Commerce des Biens et Services (en % du PIB)		Ratio de l'Ouverture Commerciale (en % du PIB)
	Exportations	Importations	
Algérie	46,81	36,28	83,09
Maroc	37,21	50,76	87,97
Tunisie	46,65	59,01	105,66

Source: The SESRIC BASEIND (Basic Social and Economic Indicators) Database, 2012.

La croissance et le développement de la région sont restés modérés en raison des politiques économiques inadaptées qui ont freiné les relations commerciales intermaghrébines. A ce sujet, l'exemple de l'intégration des économies européennes confirme, on ne peut mieux, l'idée avancée. En effet, après la deuxième guerre, la grande croissance soutenue durant plus de trois décennies qu'a connue l'UE a été favorisée, dans une large mesure, par l'augmentation du niveau des échanges commerciaux intra-européens. C'est l'exemple que devrait suivre les pays du Maghreb mais cela ne peut se réaliser sans l'élimination de tous les blocages qui entravent le commerce transfrontalier. De même, ils sont tenus de développer les infrastructures et les grands projets (l'énergie, l'eau, ...).

En somme, les autorités de ces pays doivent adopter une *politique commerciale saine et rigoureuse*, notamment en termes de facilitation des échanges intra-maghrébins, de développement des capacités de production, d'amélioration des infrastructures liées au commerce, ou encore, à travers la stimulation des financements commerciaux et de l'intégration du marché financier maghrébin dans le système financier mondial. La

politique commerciale étant transversale, celle-ci doit être abordée avec une approche multidisciplinaire et multisectorielle pour une plus grande efficacité. Les études élaborées dans ce contexte se sont accordées à reconnaître que l'amélioration du commerce intra-maghrébin est tributaire de la capacité des pays à agir vite et bien en vue de renforcer leurs infrastructures névralgiques et de développer leur production. De plus, la contribution à l'amélioration de la politique commerciale au Maghreb impose aux décideurs de ces pays de¹: (i) rationaliser les accords commerciaux bilatéraux, régionaux et multilatéraux, (ii) élargir la coopération régionale au-delà de l'ouverture des échanges de marchandises et allant vers la libéralisation du secteur des services, et (iii) identifier le cadre réglementaire selon les normes internationales.

2.3 Les caractéristiques des IDE au Maghreb

Selon de nombreux spécialistes, l'investissement direct étranger est un facteur clé pour le progrès de l'économie des pays de l'UMA et un élément crucial du processus d'intégration financière. Ce type de financement externe a connu une tendance croissante au fil des années, en partie, grâce aux programmes de privatisation de grande envergure mis en œuvre par ces pays au cours des dernières années². Par ailleurs, les différentes réformes appliquées dans ce contexte ont permis d'améliorer les entrées d'IDE vers la région du Maghreb. Cette amélioration est due aux investissements faits dans les industries pétrolières et gazières en Algérie, l'agriculture, l'industrie et le tourisme au Maroc ainsi qu'en Tunisie³. Le tableau (4.3) présente quelques données concernant les flux et les stocks d'IDE dans les trois pays d'Afrique du Nord.

Tableau 4.3 : Les IDE dans les pays l'UMA (2008)

Pays	Flux d'IDE (Millions \$ US)	Stocks d'IDE (Millions \$ US)
Algérie	2,646	14,458
Maroc	2,388	41,001
Tunisie	2,761	29,083

Source: Rogmans T. J. (2011), op cit, p 61.

¹ The World Bank Report (2006), "Is There A New Vision For Maghreb Economic Integration?", Report elaborated by Casero P.A. and Seshan G. , Volume I, No. 38359, November, p 41.

² Reggad S. (2008), "Foreign Direct Investment: The Growth Engine to Algeria", *Korea Review of International Studies*, Vol. 11, No. 1, p 80.

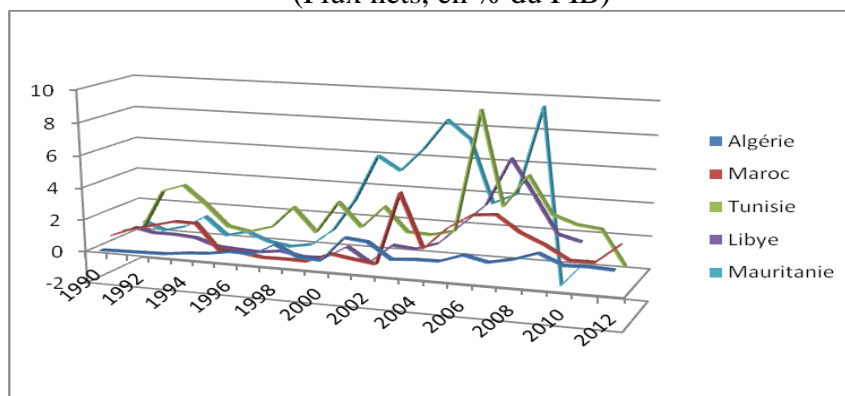
³ UNCTAD (2009), "World Investment Report 2009: Transnational Corporations, Agricultural Production and Development", *United Nations Conference on Trade and Development*, New York and Geneva.

En termes d'investissements directs étrangers, les trois pays du Maghreb (Algérie, Maroc et Tunisie) comptent de 2 à 3 millions de dollars US d'entrées d'IDE comme le montre le tableau ci-dessus. Celui-ci montre également que le Maroc est le pays le plus important dans la région en termes de stocks d'IDE avec 41 millions de dollars US. Il est vrai qu'une augmentation importante a été enregistrée dans ces pays, mais elle reste encore insuffisante à l'échelle mondiale¹.

Cependant, l'évolution qu'ont connue les économies maghrébines dans l'attraction des IDE reste faible par rapport à leurs potentialités et leurs performances (voir figure 4.6). Ce faible taux est principalement lié à l'existence de plusieurs obstacles économiques. En comparant les IDE entre les cinq pays d'Afrique du Nord (Algérie, Maroc, Tunisie, Libye et Mauritanie), nous pouvons observer que l'économie algérienne enregistre le taux le plus bas dans l'attraction des IDE ; cette situation est due à la période de crise politique importante vécue dans les années 1990 ainsi qu'à d'autres obstacles d'ordre économique et financier².

Enfin, il faut reconnaître que les pays du Maghreb ont réalisé d'importants progrès dans un certain nombre de politiques menées, notamment celles se rapportant à la libéralisation financière, la stimulation des entrées d'IDE et l'amélioration de la concurrence à travers les multiples réformes de privatisation d'entreprises. Ils restent, toutefois, encore en retard par rapport aux pays émergents et développés.

Figure 4.6 : IDE, une comparaison entre les cinq pays d'Afrique du Nord
(Flux nets, en % du PIB)



Source : The African Development Indicators, World Bank, 2012.

¹ Reggad S. (2008), op cit, p 80.

² Zenasni S. and Benhabib A. (2013), "The Determinants of Foreign Direct Investment and Their Impact on Growth: Panel Data Analysis for AMU Countries", *International Journal of Innovation and Applied Studies*, Vol. 2, No. 3 March, p 306.

Section 2. Contraintes, opportunités et défis de l'intégration financière dans les pays de l'UMA

L'intégration des pays du Maghreb, sur les plans financier, commercial et économique, apparaît comme un facteur crucial en mesure d'engendrer plusieurs opportunités pour l'amélioration de la croissance, la création d'emplois et l'attractivité. La réalité maghrébine, reste cependant marquée par des retards assez considérables enregistrés dans l'application du processus d'intégration. Ces retards ne semblent pas pour autant décourager les responsables maghrébins qui, par la voie de leurs représentants, lors des dernières rencontres des ministres des affaires étrangères ont évoqué les questions liées au renforcement du commerce et des relations intra-maghrébines dans les différentes branches économiques. Le chemin menant vers l'intégration est, bien évidemment, jalonné d'embûches et de contraintes se présentant sous la forme de défis internes et externes pouvant être, parfois, sources de grandes difficultés, voire de barrières difficilement franchissables. De même, les stratégies de croissance et les options de développement adoptées risquent d'être affaiblies par la réalité des relations économiques internationales et des obligations juridiques. Ainsi, les choix politiques régionaux doivent s'adapter au nouveau contexte international sous peine d'être déconnectés de la réalité et, par conséquent devenir inadéquats et obsolètes.

1. Contraintes et opportunités (coûts et avantages) de l'intégration financière dans les pays du Maghreb

Dans un monde économique réel, une dualité des « avantages » et des « risques » est inévitable en raison de l'existence des problèmes d'asymétries d'information et d'exécution des contrats¹. L'analyse du couple «coûts-avantages» de l'intégration financière est étroitement conditionnée par la nature et la crédibilité du régime de change. L'enchaînement et la coordination de la libéralisation du compte de capital, la stabilisation macroéconomique et les réformes structurelles visant à renforcer le secteur financier domestique sont les éléments clés de cette analyse². Sur le plan théorique, il existe deux points de vue contrastés sur les effets de l'intégration financière. D'un côté,

¹ Obstfeld M. (1998), "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", *NBER Working Paper*, No. 6559, May, p 2.

² Buitier W., and Taci A. (2003), "Capital account liberalization and financial sector development in transition countries", in Age F. P. Bakker and Bryan Chapple, eds., *Capital Liberalization in Transition Countries: Lessons from the Past and for the Future*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, pp 9-10.

celle-ci permettrait de renforcer le développement financier et de contribuer à accroître la croissance à long terme et de l'autre, la libéralisation du compte de capital induirait une prise excessive de risque, augmenterait la volatilité macroéconomique et conduirait à des crises bancaires et financières plus fréquentes.

1.1 Opportunités et avantages potentiels de l'intégration financière

Selon les arguments analytiques relatifs à l'ouverture du compte de capital et de l'intégration financière, il ya un certain nombre d'avantages du processus d'intégration financière¹: les avantages du partage international des risques pour lissage de la consommation, l'impact positif des flux de capitaux sur l'investissement domestique et la croissance, le renforcement de la discipline macroéconomique*, l'efficacité accrue ainsi que la plus grande stabilité du système financier national associée à la pénétration des banques étrangères².

Concernant les pays du Maghreb, une plus grande intégration financière et commerciale régionale aura des répercussions positives pour chacun des pays en question. Dans ce contexte, *Casero et Seshan (2006)* ont estimé les conséquences potentielles de l'intégration économique et financière au Maghreb sur la croissance globale du PIB sur la période 2005-2015 et ce à travers quatre scénarios (voir encadré 4.1). Ils ont estimé, ainsi, que les pays de l'UMA peuvent bénéficier d'avantages économiques substantiels en cas d'intégration plus approfondie et plus large entre eux, d'un côté et avec l'UE, de l'autre³.

¹ Agénor P-R. (2001), "Benefits and costs of international financial integration: theory and facts", *Policy Research Working Paper*, No. 2699, The World Bank, October, p 5.

* La libre circulation des flux de capitaux à travers les frontières peut inciter les pays à suivre la discipline des politiques macroéconomiques des pays et, par là même, réduire la fréquence des erreurs de politique économique... Pour plus d'informations, voir *Obstfeld (1998)*.

² Dans ce concept de pénétration des banques étrangères, *Caprio et Honohan (1999)* ont fait valoir que la pénétration de banque étrangère peut: (i) améliorer la qualité et la disponibilité des services financiers dans le marché domestique en augmentant le degré de concurrence entre les banques, (ii) encourager et stimuler le développement de la supervision bancaire et juridique intérieure, (iii) améliorer l'accès d'un pays aux capitaux internationaux, et (iv) contribuer à la réalisation de la stabilité du système financier national (et à la réduction de la volatilité des flux de capitaux)... *Caprio G., and Honohan P. (1999)*, "Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, (Fall 1999), pp. 43-64.

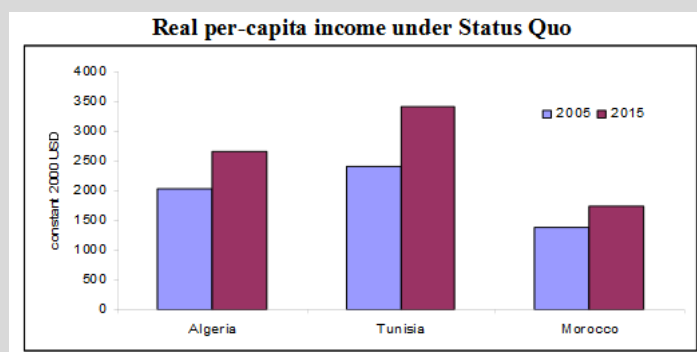
³ The World Bank Report (2006), op cit, pp 84-93.

Encadré 4.1 : Les gains potentiels de l'intégration économique dans les pays du Maghreb

Les quatre scénarios utilisés par Casero et Seshan (2006) dans leur étude concernant l'intégration économique au Maghreb sont les suivants :

Scénario 1: Le maintien du statu quo

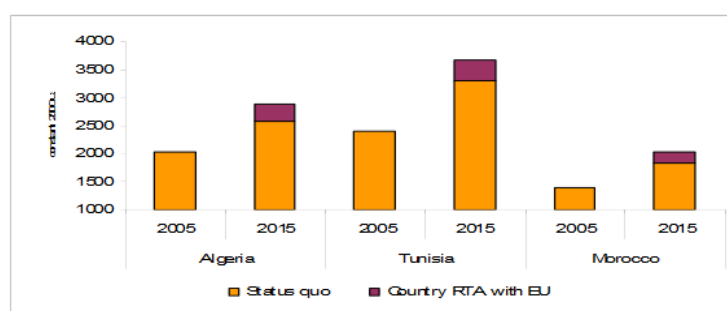
Dans le cadre du statu quo, le PIB par habitant est appelé à croître de 30, 27, et 41 pour cent, respectivement, en Algérie, Maroc et Tunisie entre 2005 et 2015.



Scénario 2: L'intégration régionale maghrébine du commerce des marchandises

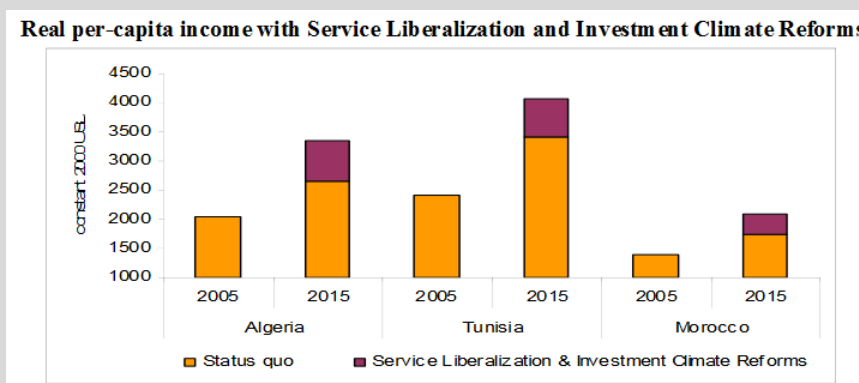
Si les barrières tarifaires au commerce intra-maghrébin sont levées, les résultats sont similaires à ceux du premier scénario. Mais si les pays du Maghreb signent des accords commerciaux avec l'UE, soit unilatéralement, soit en tant que bloc, les gains seraient plus élevés. En se basant sur les dispositions unilatérales, la croissance du PIB par habitant aura tendance à augmenter d'un montant additionnel de 15 % en Algérie, 16 % au Maroc, et 14 % en Tunisie par rapport aux pourcentages réalisés dans le premier scénario. Aussi, la mise en œuvre des accords commerciaux entre le Maghreb en tant que bloc et l'UE donnerait une croissance supplémentaire de 27, 16, et 22 pour cent, respectivement.

Real per Capita Income: each individual Maghreb country signing RTA with the EU



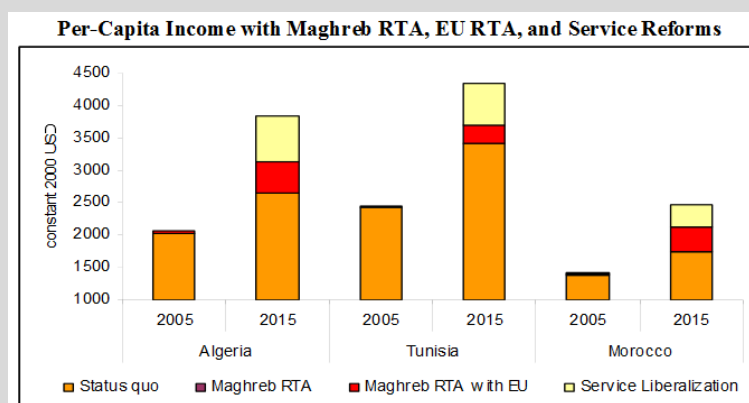
Scénario 3: Une intégration profonde : qui est synonyme de libéralisation des services et réformes du climat des investissements

Si les économies du Maghreb parviennent à achever une libéralisation complète du secteur des services et à réaliser un climat d'investissement favorable tout en s'alignant sur les meilleures pratiques internationales, on peut s'attendre une hausse du PIB réel par habitant d'un montant supplémentaire de 34 % en Algérie, 27 % au Maroc, et 24 % en Tunisie entre 2005 et 2015. Cela permet, par conséquent, de booster les IDE et d'améliorer les niveaux des stocks de PIB de 8,8 % en Algérie, 8,5 % au Maroc, et de 9,2 % en Tunisie.



Scénario 4: Une intégration plus large et plus profonde

Ce scénario combine entre les trois premiers scénarios dont l'objectif est de réaliser une intégration plus profonde et plus large à travers la création d'un bloc commercial avec l'UE, la libéralisation du secteur des services, et la réforme du climat des investissements. Si tel est le cas, le PIB réel par habitant atteint des taux de 57 %, 51 %, et 38 %, respectivement, en Algérie, au Maroc et en Tunisie.



Source: The World Bank Report (2006), "Is There A New Vision For Maghreb Economic Integration?", Report elaborated by Casero P.A. and Seshan G., No. 38359, November, pp 84-90.

L'intégration financière permettrait, ainsi, de créer un marché régional de plus grande envergure et, par conséquent, attirerait plus d'investissements étrangers. Mais ce sont surtout les nouvelles structures économiques complémentaires issues de ce nouvel ordre commercial qui multiplieraient les possibilités d'échange dont bénéficieraient tous les pays de la région. Tout cela est conditionné par la mise en place de règles communes en matière de réformes bancaire et fiscale ainsi que de libéralisation des mouvements de capitaux. Eu égard à la nécessité de créer un regroupement économique régional en mesure de s'imposer en tant que pôle incontournable dans le cadre des échanges mondiaux, il devient donc impérieux pour les pays de l'UMA de coordonner leurs réformes économiques, institutionnelles et juridiques pour une coopération régionale plus rentable.

Par ailleurs, Selon *Martinez et al. (2008)*, la concrétisation du projet d'intégration financière entre les pays du Maghreb, pourrait leur valoir quelque 4.6 milliards de dollars de gain annuel¹. Ainsi, la mise en place effective d'un bloc maghrébin fort peut apporter pour les pays de l'UMA, comme pour d'autres pays africains, des avantages par le biais de trois canaux². Premièrement, cela peut constituer un puissant stimulant pour les réformes financières internes. Deuxièmement, l'intégration augmente l'efficacité et la rentabilité des institutions financières en améliorant leurs activités. Troisièmement, celle-ci permet de réaliser des taux élevés de la croissance économique de chaque pays.

En parallèle, *Hufbauer et Claire (2008)*³ estiment une partie des gains de l'Union du Maghreb arabe (UMA) en comparant les indicateurs de la performance économique sélectionnés entre 1989 (année de la création de l'UMA) et 2007. Ils ont constaté que la concrétisation de l'intégration maghrébine permet de : (i) réduire le taux d'inflation, sauf pour le cas de la Libye (ii) augmenter le PIB réel par habitant de 30 %, et (iii) améliorer les flux de l'investissement direct étranger de plus de 100 % entre 1990 et 2006.

¹ Martinez L. Poli A., Cheklat K., Ben Maimoun H., Rendon M., Ammor F., (2008), "Le Maroc, l'Union du Maghreb Arabe et l'intégration régionale", *EuroMeSCo Paper*, No. 67, Mai, p 10.

² Rapport de la Banque africaine de développement (2009), op cit, pp. 9-11.

³ Hufbauer G. C., and Claire B. (2008), "Maghreb Regional and Global Integration: A Dream to be Fulfilled", *Policy Analyses in International Economics*, No. 86, Peterson Institute for International Economics, October.

L'intégration constitue donc la solution idoine pour les économies maghrébines dans la mesure où elle leur permet de surmonter les handicaps dus à leur taille relativement réduite en facilitant l'accès aux grands marchés internationaux et ce en vue de la réalisation d'économies d'échelle. Il faut, cependant, souligner que pour réaliser l'intégration au Maghreb, il incombe à chaque pays d'améliorer son cadre réglementaire et de réadapter ses règles juridiques ; de même, il est impératif de rationaliser les facilités de paiements, d'assouplir les restrictions sur la circulation des capitaux ainsi que les flux d'investissement (comme dans l'initiative transfrontalière) et de développer les infrastructures économiques mutuelles.

Selon *Casero et Seshan (2006)*, l'intégration financière et économique des pays de l'UMA peut contribuer à la réalisation d'une croissance plus élevée pour deux raisons principales¹. Tout d'abord, *l'existence des effets d'échelle et de la concurrence*, à laquelle on peut aboutir par la suppression des barrières commerciales, permet d'élargir le marché lorsque les marchés domestiques s'intègrent avec d'autres. Cela donne ainsi la possibilité aux entreprises de bénéficier des économies d'échelle en stimulant l'investissement. De même, l'élimination des obstacles pousse les entreprises des pays membres de l'union à être plus concurrentes, ce qui peut améliorer l'efficacité et le rendement des entreprises et des marchés. En somme, en bénéficiant des gains apportés par les économies d'échelle, l'intégration financière et économique permet aux pays du Maghreb de créer un marché régional de plus de 75 millions de consommateurs, ce qui est susceptible de rendre la région plus attrayante pour les investissements étrangers. Deuxièmement, l'intégration régionale permettrait de *réduire les effets des réseaux en étoiles*, appelés « *hub-and-spoke* » entre l'UE et le Maghreb. Ces effets apparaissent lorsque les petites économies (the spokes) signent des accords commerciaux et financiers bilatéraux avec un grand pays (le hub).

Dans une autre perspective, l'intégration régionale permet aux pays du Maghreb de tirer profit des avantages de la mondialisation et de renforcer, ainsi, leurs activités économiques car ce processus d'intégration peut induire une mise en commun des ressources et à un élargissement des marchés locaux en vue de stimuler la production, le commerce et l'investissement. La nouvelle configuration de la coopération

¹ The World Bank Report (2006), op cit, p 7.

internationale et la diversification des partenariats externes (multilatéraux, bilatéraux et régionaux) offre aux pays de la région de nouvelles opportunités à même de les aider à atteindre des taux de croissance économique plus élevés et à réaliser les objectifs de développement durable.

En outre, les partisans de l'intégration régionale mettent en avant l'idée que les processus régionaux et multilatéraux ne s'excluent pas mutuellement. Selon ces derniers, l'intégration régionale complète non seulement le multilatéralisme, mais elle constitue également la voie indiquée que les pays peuvent emprunter pour s'engager résolument dans le processus de globalisation en éliminant les obstacles au commerce et en améliorant, par là même, leur compétitivité internationale. Plus qu'une simple suppression d'obstacles au commerce, l'intégration régionale peut contribuer à rehausser la production de biens publics transnationaux et, partant, résoudre de nombreux problèmes transfrontaliers. Il est même possible, selon les partisans de l'intégration régionale, d'atteindre à la longue un niveau d'intégration plus profond que celui du niveau multilatéral¹.

1.2 Contraintes et coûts de la non intégration

Les expériences des mouvements de libéralisation financière à travers les pays durant les deux dernières décennies ont conduit les économistes et les décideurs des pays à reconnaître qu'en plus des avantages potentiels évoqués ci-dessus, l'ouverture des systèmes financiers peut également générer des coûts importants pour les pays. Ces coûts potentiels comprennent²: (i) l'accroissement des flux de capitaux dans l'économie domestique et le manque d'accès au financement pour les petits pays ; (ii) la mauvaise répartition domestique de ces flux, ce qui peut entraver leurs effets positifs sur la croissance et aggraver les distorsions domestiques préexistantes ; (iii) la perte de la stabilité macroéconomique ; et (iv) l'augmentation du degré de volatilité des flux de capitaux, ce qui peut engendrer des pertes et des risques financiers importants.

¹ Abdi H. N. (2012), "L'Afrique entre les défis de la mondialisation et l'agenda de l'intégration régionale", *Revue PASSERELLES (Revue africaine pour une nouvelle perspective sur le développement durable)*, Vol. 13, No. 3, Octobre, p 10.

² Agénor (2001), op-cit, p 12.

En général, les politiques intérieures et extérieures de la libéralisation financière dans plusieurs pays avancés et émergents ont augmenté leur vulnérabilité aux chocs financiers. Autrement dit, ces politiques semblent avoir été associées à des chocs financiers coûteux, tel que indiqué par *Williamson et Mahar (1998)*¹. Cette liaison aux chocs peut être un peu trompeuse, étant donné que les crises financières sont des événements complexes dont les causes sont multiples et ont eu lieu, principalement, à cause des politiques de libéralisation des systèmes financiers. Par conséquent, eu égard aux nombreuses expériences d'échec des politiques de libéralisation financière (y compris la libéralisation du compte de capital) qu'ont connues plusieurs pays du monde [Chile (1981) ; Mexico (1995) ; Asie du Sud Est (1997) ; Turkey (1994) ; ...], les économistes ont soulevé de sérieuses questions pour savoir dans quelles conditions une telle libéralisation sera bénéfique (et non pas nuisible) pour la croissance économique².

Néanmoins, le coût de la non concrétisation de l'union Maghrébine peut s'avérer insoutenable pour les économies de la région. En réalité, les échanges commerciaux de chaque pays du Maghreb avec l'Union Européenne représentent entre 60% et 70% de leur commerce extérieur, tandis que les échanges intra-maghrébains ne représentent que 2,5%. Même leurs échanges avec l'Amérique Latine sont supérieurs à ceux qu'ils entretiennent entre eux. Donc, le non-Maghreb coûte cher à ces pays³. Les pertes dues à l'absence d'intégration s'élèveraient, ainsi, à plus de 10 milliards de dollars par an pour l'ensemble de la région⁴. La faiblesse des échanges entre les pays du Maghreb entrave le décollage de ces économies en raison, notamment, de la rigidité de leurs structures économiques, des barrières douanières et des faibles taux d'investissement.

Dans le nouvel ordre économique mondial, la non intégration financière entraîne des coûts élevés, mais la réalisation de cette opération commune n'est pas simple vu les multiples entraves qui surgissent tout au long du parcours menant vers la concrétisation de cette importante tâche. La volonté politique, pointée du doigt et tenue, le plus

¹ Williamson J., and Molly M. (1998), "A Survey of Financial Liberalization", *Essay in International Finance*, No. 211, Princeton University, November, pp 51-61.

² Eichengreen B., and Mussa M. (1998), "Capital Account Liberalization and the IMF", *Finance and Development Magazine*, IMF, Vol. 35, No. 4, December, p 17.

³ Zenasni S. et Benhabib A. (2013), "The effects of external shocks on financial integration project in Maghreb countries", *33rd Annual Meeting of the Middle East Economic Association (MEEA)*, San Diego University, January, p10.

⁴ Martinez L et al. (2008), op-cit, p 10.

souvent, pour responsable de la stagnation, ne semble plus avoir réellement prise sur une réalité envahissante. Cela est observable dans le cas de l'UMA. En effet, les dirigeants maghrébins ont toujours manifesté leur ferme volonté de lever les obstacles matériels et immatériels qui se dressent devant l'intégration financière et économique de la région. Mais les discours diplomatiques pavés de bonnes intentions ont été rarement suivis d'actions concrètes. Une vision claire et bien ciblée s'impose donc au plus haut niveau hiérarchique pour mener à bien les multiples projets de transformations internes nécessaires basés sur l'équité, la justice et la défense des intérêts de la région ; en veillant tout particulièrement à ce que les ressources du Maghreb soient destinées en priorité aux Maghrébins.

Au demeurant, malgré la volonté politique exprimée par les chefs de gouvernements des cinq pays de l'UMA, la mission de créer une union économique et de mettre en place une zone de libre échange s'avère être une tâche éminemment complexe et exigeante au regard des multiples contraintes et obstacles existants. Parmi ces difficultés figurent :

- la faiblesse de la volonté politique et/ou l'existence de plusieurs barrières d'ordre politique, notamment entre l'Algérie et le Maroc avec le sempiternel problème du Sahara Occidental ;
- le manque de capacités techniques de certains pays membres (à l'exemple la Mauritanie et de la Lybie à l'heure actuelle) pour mettre en œuvre les programmes communs en termes d'intégration économique et financière ;
- la faiblesse de la mobilisation domestique des ressources pouvant compenser les éventuelles pertes en recettes douanières ;
- la faiblesse et l'insuffisance des infrastructures développées.

Bien que ces obstacles soient de taille, ils ne sont pas pour autant insurmontables si la volonté de bien faire est réelle dans chacun des pays du Maghreb.

2. Défis à relever par les économies maghrébines

Pour atteindre les objectifs tracés en matière d'intégration financière et de développement économique, les pays de l'UMA doivent adopter une approche pragmatique dans leurs relations avec les pays développés et ceux en développement. Il s'agit pour eux d'instaurer une coopération solide et des relations économiques tissées

non pas sur des liens historiques et/ou culturels, mais sur la base des intérêts de la région, à court, moyen et long terme. Dans cet ordre d'idées, les pays maghrébins seraient bien inspirés s'ils adaptaient leurs modèles à ceux de certains pays asiatiques comme la Chine, la Corée, la Malaisie ou encore l'Indonésie. Cela va sans dire, le contexte mondial actuel, impose aux pays du Maghreb de trouver de bons mécanismes de négociations avec les pôles économiques mondiaux et de diversifier leurs relations de coopération avec différents pays tout en renforçant le rôle de l'UMA afin de permettre à ce bloc de prendre de l'ampleur aux plans régional et international et d'être capable de préserver les intérêts économiques et culturels des peuples du Maghreb.

En parallèle, la stratégie d'intégration des économies du Maghreb dans un ensemble structuré, intégré et cohérent (qui est l'UMA) doit se baser sur la valorisation du capital naturel qui contribue largement à la création de la richesse dans la région. Elle doit également passer par l'industrialisation et le développement des capacités productives devant permettre de promouvoir la spécialisation et le développement de chaînes de valeurs au niveau de la région. Il y a, en outre, la possibilité de renforcer la compétitivité des secteurs productifs africains et de les diversifier.

Par ailleurs, pour ce qui est de la mise en place d'une Zone de Libre Echange (ZLE), les économies maghrébines sont tenues de procéder en deux étapes :

- La première axera les efforts sur les principaux outils nécessaires à l'établissement de la ZLE (libéralisation tarifaire, résolution de conflits, procédures douanières et simplification des documents douaniers, procédures de transit, entraves au commerce, barrières techniques au commerce, mesures phytosanitaires et libre circulation des personnes).
- La seconde doit compléter la première et se focaliser sur le commerce des services, la propriété intellectuelle, la politique de concurrence et le développement du commerce.

En somme, les principaux défis économiques que les pays maghrébins doivent relever afin de parvenir à une intégration régionale efficace sont :

- L'amélioration de la compétitivité des économies et la spécialisation dans la production à travers la stimulation du processus d'industrialisation et la multiplication des échanges mondiaux performants ;

- Le parachèvement de l'assainissement macroéconomique des institutions économiques et financières ;
- L'attractivité des investissements étrangers dans des secteurs autres que celui des hydrocarbures ; -
- La simplification des procédures administratives et la réduction de la corruption ;
- La création et le développement d'infrastructures de base d'accueil pouvant inciter les institutions financières à prêter ou à investir dans les différents secteurs économiques ;
- Le perfectionnement des modèles d'interaction et de coordination entre les différents acteurs du système financier ;
- L'amélioration du climat d'investissement pour tous les types de capitaux étrangers et domestiques et la création de conditions adéquates pour un environnement économique sain capable d'attirer les investisseurs étrangers ;
- La valorisation du capital humain par la formation continue ;
- La régionalisation du commerce des produits de base et l'harmonisation des régimes de change ;
- L'élimination des barrières entre les pays et le partage des connaissances et des informations sur les marchés au-delà des frontières ;
- La réforme des systèmes légaux et juridiques par la mise en place de règles et de disciplines adaptées à la situation (concurrence, investissement, régimes douaniers, ...) ;
- L'incitation des communautés économiques régionales à la prise d'initiatives visant à lever les obstacles, tels que l'infrastructure, le transport et la corruption, qui empêchent les marchés régionaux de fonctionner efficacement,
- La réalisation de la convergence macroéconomique entre les pays de l'union à travers l'harmonisation des cadres juridiques, réglementaires et de supervision ;
- La multiplication des activités financières à travers l'amélioration du taux de développement et d'approfondissement des systèmes financiers : l'expérience des pays émergents a montré l'importance fondamentale de l'approfondissement et de la diversification des secteurs financiers comme préalable à l'établissement d'une intégration économique et financière et, par conséquent, à l'amélioration des niveaux de croissance économique ;
- Le renforcement de la stabilité financière, économique et politique ;

- La réalisation d'une intégration régionale effective et l'intensification des efforts pour créer un environnement économique plus attractif.

En guise de conclusion, le grand défi pour le Maghreb est d'être en mesure de mettre en œuvre des politiques qui promeuvent le développement économique et de pouvoir se servir de l'intégration régionale comme tremplin pour acquérir une place dans l'économie mondiale.

Section 3. Investigation empirique sur les pays de l'UMA

L'étude des effets non linéaires des chocs externes sur l'activité économique a été largement analysée dans la littérature économique. Néanmoins, en raison des différences existant dans des politiques macroéconomiques des pays, l'impact des chocs externes sont censés être différents. Afin de modéliser des dynamiques complexes qui ne peuvent être adéquatement représentées à l'aide d'un modèle linéaire, un large éventail de modèles non linéaires est utilisé. Dans ce travail, un modèle autorégressif à seuil multivarié sera construit afin de déterminer les effets de seuil dans la relation entre l'intégration financière, les chocs financiers externes et la croissance maghrébine.

L'étude que nous allons présenter a pour objectifs de déterminer le seuil de tolérance économique dans un pays donné et d'estimer le retard enregistré par celui-ci pour réagir à l'impact du changement opéré au niveau des variables macroéconomiques et de leurs états de choc. Pour ce faire, un modèle vecteur autorégressif à seuil multivarié a été appliqué et l'analyse régressive qui sera faite permettra d'étudier les facteurs ayant une influence sur la tolérance économique en question. Pour déterminer les effets de seuil dans la relation entre les chocs extérieurs et la croissance des économies du Maghreb, nous utiliserons donc un modèle autorégressif à seuil multivarié en se basant sur des données annuelles des trois pays du Maghreb (Algérie, Maroc et Tunisie) et ce durant la période 1990-2012.

1. Survol de littérature empirique

Ces dernières années, les modèles non linéaires de séries chronologiques ont été largement utilisés pour modéliser des dynamiques complexes qui ne peuvent être adéquatement représentées à l'aide d'un modèle linéaire. A l'exception de quelques études menées dans différents domaines, leur utilisation a été principalement limitée à

des séries chronologiques univariées. Dans la modélisation mathématique ou statistique, un modèle à seuil est un modèle dans lequel une valeur de seuil, ou un ensemble de valeurs de seuil, est utilisée pour distinguer entre l'ensemble des valeurs dont le comportement prévu par le modèle varie de façon conséquente. Dans cette optique, les modèles autorégressifs à seuils constituent l'une des spécifications possibles de la grande famille des modèles non-linéaires, appelés modèles à régime. L'idée consiste à postuler l'existence de plusieurs dynamiques pour une même série (plusieurs régimes) et à spécifier un mécanisme de transition d'un régime à l'autre.

Les modèles autorégressifs à seuil, dont le processus est linéaire dans l'espace de seuil, ont été introduits par *Tong (1978)*. Ils ont fait l'objet d'une attention particulière ces dernières années. Il existe toute une classe de modèles suivant la définition retenue de la fonction de transition, entre autres : les modèles TAR, MTAR, STAR, ESTAR, LSTAR, MSTAR et MVTAR. Le modèle le plus simple est le modèle SETAR (*Self Exciting Threshold AutoRegressive*) introduit par *Tong (1990)**. Celui-ci constitue une introduction à de nombreux types de modèles paramétriques non linéaires de séries chronologiques dans le cas univarié. Dans cette perspective, *Tsay (1998)* a introduit un modèle autorégressif à seuil multivarié pour tester les propriétés non linéaires d'un vecteur de séries chronologiques. Selon lui, si le modèle VAR contient une relation de seuil non linéaire, il est nécessaire de différencier le régime fondé sur un niveau de seuil de la variable de commutation.

Il existe une littérature abondante sur les effets non linéaires d'un choc externe sur l'activité économique. Toutefois, en raison des différences dans le degré de développement économique, la dépendance énergétique de chaque pays, l'application de politiques macroéconomiques saines et les différences dans les niveaux de transparence financière entre les pays, la tolérance économique et la vitesse de la réponse économique de chaque pays à la suite de l'impact d'un choc externe positif (comme le changement des prix de pétrole) sont censés être différents. Une faille importante peut être décelée dans la littérature, celle-ci se rapporte à l'incapacité de calculer les valeurs de seuil appropriées pour la tolérance économique par rapport à un choc extérieur susceptible d'affecter les économies d'autres pays.

* Ces modèles ont été introduits par *Tong (1990)* mais popularisé par *Hansen (1996)*.

Pour sa part, *Hooker (1999)*¹ s'est basé sur un modèle VAR multivarié pour étudier le rôle de la politique monétaire dans la corrélation entre l'évolution des prix du pétrole et la croissance du PIB. Par ailleurs, *Huang et al. (2005)* ont utilisé le modèle autorégressif à seuil multivarié (MVTAR) de *Tsay (1998)* pour déterminer la valeur de seuil d'un changement des prix du pétrole et son choc dans chaque pays. Ils ont trouvé que (i) la valeur de seuil la plus appropriée semble varier en fonction de la façon dont l'économie dépend des importations de pétrole et de son attitude envers l'adoption de technologies d'épargne d'énergies ; (ii) un changement du prix du pétrole (ou son choc) a un impact limité sur l'économie si le changement est en dessous des niveaux de seuil ; (iii) si le changement est au-dessus des niveaux de seuil, il apparaît que le changement du prix du pétrole explique mieux les variables macroéconomiques que le choc causées par le biais du prix du pétrole ; et (iv) si le changement est au-dessus des niveaux de seuil, un changement du prix du pétrole (ou son choc) explique mieux la variation de la croissance du PIB que le taux d'intérêt réel². *Huang et al. (2005)* ont également pris en considération la tolérance économique de l'impact d'une variation du prix du pétrole et son choc sur la base de différentes richesses naturelles de chaque pays. Cependant, seuls trois pays (les Etats-Unis, le Canada et le Japon) sont inclus dans l'étude et ne font pas l'objet de l'utilisation de tests statistiques pour vérifier la validité de la tolérance économique. En réalité, pour parvenir à une évaluation fiable de la relation existant entre la tolérance économique émanant de l'impact d'une variation du prix du pétrole (ou de son état de choc) et le degré de dépendance sur le pétrole brut³, il est nécessaire que l'étude porte sur un nombre plus important de pays et qu'elle se fasse avec des techniques statistiques plus raffinées.

Citons également *Dueker et al. (2007)*⁴ qui ont analysé la relation de basse fréquence entre les cours boursiers et les taux d'intérêt en utilisant un modèle autorégressif multivarié à seuil contemporain dans lequel les poids du régime dépendent des

¹ Hooker M. A. (1999), "Oil and the Macroeconomy Revisited", *FEDS Working Paper*, No. 99-43, August.

² Huang B-N. (2008), "Factors Affecting an Economy's Tolerance and Delay of Response to the Impact of a Positive Oil Price Shock", *The Energy Journal*, Vol. 29, No. 4, p 2.

³ Huang B-N. (2008), op cit, p 2.

⁴ Dueker M. J., Psaradakis Z., Sola M., and Spagnolo F. (2007), "Multivariate Contemporaneous Threshold Autoregressive Models", *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series*, No. 2007-019A.

probabilités latentes des variables spécifiques du régime qui dépassent certains seuils. En outre, des études récentes ont utilisé une analyse à seuil multivarié afin d'étudier les dynamiques macroéconomiques des pays ; entre autres, l'étude de *Galvao et Beatriz (2011)* qui utilise le modèle VAR à seuil de Tsay (1998) pour examiner comment le mécanisme de transmission monétaire varie en fonction de l'orientation actuelle de la politique monétaire¹. Dans cette même optique, *Afonso et al. (2011)*² ont utilisé un modèle VAR à seuil pour vérifier si les effets de la politique budgétaire sur l'activité économique diffèrent en fonction de la vigueur des stress financiers.

De même, *Gubler (2011)*³ analyse la relation entre les positions des opérations spéculatives sur écart de rendement (*carry trade*) et certaines variables financières et macroéconomiques clés en utilisant le modèle VAR à seuil multivarié (MVTAR) proposé par Tsay (1998). En analysant les fonctions généralisées des réponses impulsionnelles, l'auteur conclut que ces opérations spéculatives sont entraînées, dans une large mesure, par le risque attendu sur les marchés financiers et le taux de change et que les autres variables répondant à un choc dépendent, pour leur part, de la taille de ces opérations. En outre, *Allégret et al. (2012)*⁴ ont fait appel à un modèle VAR structurel avec bloc d'exogénéité (modèle SVARX) pour tester l'importance relative des chocs externes dans les fluctuations domestiques des pays de l'Asie et de vérifier si ces chocs entraînent des réactions asymétriques ou symétriques entre les économies étudiées. Ils ont constaté que les chocs réels du pétrole ont un impact significatif sur l'activité domestique et conduisent à des réponses plus symétriques. Par ailleurs, suivant l'analyse d'*Afonso et al. (2011)*, *Potts (2012)*⁵ a utilisé le modèle VAR à seuil multivarié de Tsay pour étudier la réponse dynamique des variables économiques à un indice de stress financier défavorable varie en fonction du régime actuel de stress financiers.

¹ Potts T. B. (2012), "A threshold VAR model of the propagation of U.S. financial stress to production and employment", *Journal of Academy of Business and Economics*, Vol. 12, Issue 5, May.

² Afonso A., Baxa J. et Slavík M., (2011), "Fiscal Developments and Financial Stress: A Threshold VAR Analysis", *Working Paper Series, Macro-Prudential Research Network (European Central Bank)*, No. 1319, April, pp. 1-60.

³ Gubler M. (2012), "Carry Trade Activities: A Multivariate Threshold Model Analysis", Chapter in «*Four Essays in Macroeconomic Modeling of Exchange Rates, Interest Rates and Commodity Prices*», Doctoral Dissertation in Economics, University of Basle, Switzerland, April, pp. 5-45.

⁴ Allegret J-P., Couharde C., and Guillaumin C. (2012), "The Impact of External Shocks in East Asia: Lessons from a Structural VAR Model with Block Exogeneity", *EconomiX Working Paper*, No. 2012-01.

⁵ Potts T. B. (2012), op cit, May.

2. Méthodologie de la recherche

2.1 Méthodes empiriques utilisées

La majorité des études précédentes qui ont étudié le lien entre l'intégration financière et la croissance économique, tout en tenant compte des effets des chocs externes, ont utilisé des modèles VAR. Néanmoins, plusieurs auteurs (*Beaudry et Koop 1993 ; Potter 1995 ; Pesaran et Potter 1994*) ont montré que les modèles linéaires sont trop restrictifs. Pour ces auteurs, les modèles linéaires présentent une propriété de symétrie qui fait que les chocs qui ont lieu dans un cas de récession sont tout aussi persistants que ceux qui se produisent dans le cas de l'expansion. Ainsi, les modèles linéaires risquent de ne pas toujours refléter de façon adéquate les asymétries pouvant exister dans les différents modèles macroéconomiques.

L'analyse se base sur l'utilisation des données annuelles pour les trois pays du Maghreb durant la période 1990-2012, tout en optant pour un modèle autorégressif à seuil multivarié (MVTAR) et sur les fonctions de réponses impulsionnelles généralisées. Notre étude se propose d'explorer la symétrie des chocs externes pouvant affecter les pays maghrébins et son degré de synchronisation. Nous allons d'abord commencer par la présentation et l'examen du modèle à vecteur autorégressif (VAR) sur les pays étudiés. La technique VAR nous permet d'effectuer la décomposition de la variance et d'examiner, ainsi, la symétrie de la réponse de chaque pays aux chocs externes. Il va, ensuite, être question de l'examen du seuil autorégressif multivarié (MVTAR) afin de tester la non-linéarité qui peut exister entre les variables macroéconomiques du modèle.

2.1.1 La méthode de cointégration

La méthodologie d'estimation se base, tout d'abord, sur la méthode de cointégration utilisée afin de mesurer économétriquement l'existence des relations de cointégration à long terme entre les variables de l'étude. La théorie économique suppose l'existence d'une relation à long terme entre deux ou plusieurs variables même si cette relation semble être inexistante dans le court terme. Parmi les différentes méthodes d'estimation proposées dans la littérature, celle de « *Engle et Granger (1987)* » constitue la méthode standard d'estimation des paramètres d'une relation de cointégration. Selon ces auteurs, l'interprétation économique de la cointégration peut être expliquée par les états dans

lesquels deux ou plusieurs séries ont une relation d'équilibre durant le long terme ; ces séries peuvent contenir des tendances stochastiques, c'est-à-dire non stationnaires¹. L'apparition du concept de cointégration a, donc, fourni aux économistes un mode d'évaluation des relations d'équilibre pouvant exister entre différents agrégats macroéconomiques sur le long terme. Cette avancée s'est traduite par le développement de nombreuses procédures de test et d'estimation de relations de cointégration.

L'objectif de cette méthode de cointégration consiste à déterminer l'existence ou non d'une relation à long terme entre les variables économiques, et pour ce faire, il faut que les séries temporelles soient stationnaires et intégrées du même ordre. Mais le problème qui se pose généralement est que la plupart des séries chronologiques (surtout celles qui représentent les variables macroéconomiques) ne sont pas stationnaires et intégrées du même ordre; dans ce cas, la régression que l'on trouve entre les variables de ces séries est fallacieuse (spurious regression), c'est un grand problème à résoudre ; c'est ce que *Granger et Newbold (1974)*² ont montré dans leur étude. Par ailleurs, *Engle et Granger (1987)* révèlent que l'absence de la cointégration conduit au problème de régression fallacieuse³. Pour éviter ce problème, il faudra veiller à ce que la série temporelle soit stationnaire et intégrée du même ordre ; pour déterminer l'ordre de cointégration (c.à.d, l'ordre qui permet de rendre la série stationnaire), on refait le test en utilisant la 1^{ère} différence de la série (*1st différence*), si la série devient stationnaire, on dit qu'elle est stationnaire d'ordre 1.

Deux étapes essentielles caractérisent le test de cointégration ; la première consiste à tester la stationnarité entre les variables et la seconde consiste à déterminer la relation d'équilibre à long terme.

2.1.1.1 Tests de stationnarité des séries chronologiques

Avant la mise en œuvre du modèle VAR et l'examen de la relation de long terme entre les variables, il est nécessaire de vérifier si les séries étudiées sont stationnaires.

¹ Harris R. I. D. (1995), "Using Cointegration Analysis in Econometric Modeling", Editions Prentice Hall, England, p 6.

² Granger C.W.J. et Newbold P. (1973), "Spurious Regressions in Econometrics", *Journal of Econometrics*, Vol. 2, pp. 111-120.

³ Harris R. I. D., op cit, p 6.

Nous utilisons les tests ADF (*Dickey et Fuller, 1981*¹) et PP (*Phillips et Perron, 1988*²). Ensuite, nous utilisons le test de cointégration de Johansen pour examiner la relation d'équilibre de long terme.

a. Tests de Dickey-Fuller Augmentés (ADF [1981])

Une série temporelle est dite stationnaire si elle ne comporte aucune tendance, ou saisonnalité et plus généralement aucun facteur n'évoluant avec le temps. Pour tester la stationnarité des séries, on utilise le test ADF (Augmented Dickey-Fuller) sur les racines unitaires (unit roots) ; il permet de déterminer si la série est stationnaire ou non.

Pour effectuer le test ADF, on utilise la méthode des Moindre Carrées Ordinaires (MCO) afin d'estimer les trois modèles suivants pour chaque variable :

$$\Delta X_t = \rho X_{t-1} - \sum_{j=2}^p \Phi_j \Delta X_{t-j+1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1)$$

$$\Delta X_t = \rho X_{t-1} - \sum_{j=2}^p \Phi_j \Delta X_{t-j+1} + c + \varepsilon_t \dots \dots \dots (2)$$

$$\Delta X_t = \rho X_{t-1} - \sum_{j=2}^p \Phi_j \Delta X_{t-j+1} + c + bt + \varepsilon_t \dots \dots \dots (3)$$

Où :

p représente le nombre de retard déterminé en utilisant le coefficient de Schwarz et Akaike.

ΔX_t indique la première différentiation.

Le test ADF se base sur les deux hypothèses suivantes :

- L'hypothèse nulle $H_0 : \Phi_j = 1$
- L'hypothèse alternative $H_1 : |\Phi_j| < 1$

L'estimation du paramètre Φ_j est faite en faisant appel à la méthode des Moindres Carrées Ordinaires (MCO) et ce, pour les trois modèles ; a cet effet, on obtient $t \hat{\Phi}_j$ soumis à la distribution de Student* .

¹ Dickey D. A., and Fuller W. A., (1981), "Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root", *Econometrica*, Vol. 49, No. 4, July, pp. 1057-1072.

² Phillips P. C. B., and Perron P., (1988), "Testing for a Unit Root in Time Series Regression", *Biometrika*, Vol. 75, No. 2, June, pp. 335-346.

* La comparaison entre les valeurs t calculées (statistical value) et celles tabulées (tableau student) prend en considération uniquement les valeurs absolues et ce, sans tenir compte des signes (+/-).

- Si $t \hat{\Phi}_j$ est supérieur à la valeur tabulaire (t student), on refuse l'hypothèse nulle H_0 et on accepte l'hypothèse alternative H_1 . Ceci indique que la série chronologique ne contient pas de racines unitaires et est, donc, stationnaire.
- Si $t \hat{\Phi}_j$ est inférieur à la valeur tabulaire (t student), on accepte l'hypothèse nulle H_0 . Cela signifie qu'il existe des racines unitaires ; la série chronologique est, donc, non stationnaire.

Par ailleurs, selon Mamta (2004), le test ADF ne permet pas de bien distinguer la stationnarité de la non stationnarité des séries temporelles fortement auto-corrélées ; c'est pour cette raison qu'on fait appel au test Phillips Perron (PP) qui se différencie du test ADF dans le fait qu'il donne de fortes estimations dans le cas où les séries sont hétéroscédastiques.

b. Tests de Phillips-Perron [PP (1988)]

Phillips et Perron (1988) proposent une correction non paramétrique du test de Dickey-Fuller afin de régler le problème d'autocorrélation et/ou d'hétéroscédasticité des erreurs. Autrement dit, le test PP permet de corriger, d'une manière non-paramétrique, la présence éventuelle d'autocorrélation dans le test standard ADF. Les auteurs proposent ainsi un général avec des hypothèses minimales sur la séquence d'innovations $\{\varepsilon_t\}$. Dans le but d'éliminer les paramètres de nuisance, associés à l'existence de corrélations dans la composante stochastique du processus générateur de données, qui perturbent les résultats des tests de racine unitaire de Dickey-Fuller, *Phillips et Perron (1988)* ont suggéré d'ajouter à la statistique de Student un facteur de correction qui élimine la dépendance asymptotique¹.

2.1.1.2 Test de cointégration de Johansen

L'analyse de la cointégration a été présentée par Granger (1983) puis par Engle et Granger (1987). Elle permet d'identifier la relation entre deux ou plusieurs variables tout en éliminant le risque de régression fallacieuse. La deuxième étape de cette étude consiste à estimer, les relations de long terme entre deux ou plusieurs variables intégrées

¹ Menaguer N. (2010), "La demande de Monnaie en Algérie", Thèse de Doctorat en sciences économiques, dirigée par : Pr. Benhabib A., Université de Tlemcen, p 260.

du même ordre et ce, en se fondant sur les vecteurs de la matrice π . Pour ce faire, on se base sur le test de Johansen qui permet d'estimer le modèle suivant :

$$\Delta Y_t = A_0 + A_1 \Delta Y_{t-1} + A_2 \Delta Y_{t-2} + \dots + A_p \Delta Y_{t-p+1} + \pi Y_{t-1} + \varepsilon$$

Où :

p est le nombre de retards dans le modèle.

π est une matrice s'écrivant comme suit : $\pi = \sum_{i=1}^p A_{i-1}$

La matrice π est d'ordre r ; elle représente le nombre de relations de cointégration.

- Si $r = 0 \Rightarrow$ toutes les variables contiennent des racines unitaires et, donc, il n'existe pas de relation de cointégration entre les variables du modèle ;
- Si $r = k \Rightarrow$ cela signifie que toutes les variables sont stationnaires ; du coup, il n'existe pas une relation de cointégration ;
- Si $1 \leq r \leq k-1 \Rightarrow$ il existe r relations de cointégration entre les variables ; et il est possible d'établir le modèle de correction d'erreur.

Pour effectuer ce test, on calcule la statistique de Johansen : $\lambda_{trace} = n \sum_{i=r+1}^k l_n (1 - \lambda_i)$

n est le nombre d'observations ; r est l'ordre de la matrice ; k est le nombre de variables ; λ_i représente les valeurs de la matrice π .

Les hypothèses du test Johansen sont les suivantes :

- L'ordre de la matrice est nul : $H_0 : r = 0$ contre $H_1 : r > 0$; lorsque λ_{trace} est supérieur aux valeurs tabulaires, on refuse l'hypothèse nulle H_0 et on passe au test suivant ; dans le cas où on accepte $H_0 : r = 0$ (λ_{trace} est inférieur aux valeurs tabulaires), cela veut dire qu'il n'existe pas de relation de cointégration, le test sera alors arrêté.
- L'ordre de la matrice égal 1 : $H_0 : r = 1$ contre $H_1 : r > 1$; dans le cas de rejet de l'hypothèse nulle H_0 , on passe au test suivant ; dans le cas où on accepte $H_0 : r = 1$, cela signifie qu'il existe une seule relation de cointégration.
- L'ordre de la matrice égal 2 : $H_0 : r = 2$ contre $H_1 : r > 2$; dans le cas de rejet de l'hypothèse nulle H_0 , on passe au test suivant ; si on accepte H_0 , cela signifie qu'il existe deux relations de cointégration.

- L'ordre de la matrice égal $(k-1)$: $H_0 : r = k-1$ contre $H_1 : r = k$; en cas de rejet de l'hypothèse nulle H_0 , l'ordre de la matrice égal k ; il n'existe, donc, pas de relations de cointégration car toutes les variables sont stationnaires ; si on accepte H_0 , cela signifie qu'il existe $(k-1)$ relations de cointégration.

2.1.2 L'estimation du modèle à vecteur autorégressif (VAR)

Le modèle VAR est une technique qui nous permet d'effectuer une décomposition de la variance et d'examiner la symétrie de la réponse de chaque pays aux chocs externes. En d'autres termes, ce modèle nous permet d'observer comment un changement imprévu (choc) dans une variable affecte les autres variables du modèle. L'estimation de régression utilisant la technique VAR nécessite de tester la stationnarité des variables ainsi que les relations de cointégration. En fait, Maddala et Kim (1998) indiquent que dans les cas où les variables ne sont ni stationnaires ni cointégrées, le modèle VAR doit être estimé en utilisant les différences premières. Cependant, s'il existe r relations de cointégration, le modèle doit être estimé avec des combinaisons stationnaires et $(n-r)$ variables de différences premières¹.

2.1.3 L'estimation du modèle MVTAR

Enfin, nous estimons le modèle vecteur autorégressif à seuil multivarié (MVTAR) proposé par Tsay (1998), détaillé ci-dessous, afin de tester la non-linéarité qui peut exister entre les variables macroéconomiques du modèle.

2.2 Etat de la question

Cette étude empirique traite les questions suivantes : *existe-t-il un degré de tolérance économique qui protège l'économie de l'impact d'un choc externe ? Si oui, quels sont les facteurs qui influent sur le degré de tolérance économique ?* Notre contribution majeure consiste en l'utilisation du modèle MVTAR (Multivariate Vector Threshold Autoregressive) de Tsay (1998) afin d'estimer la valeur de seuil (a) relative à l'impact d'un choc financier externe, et (b) se rapportant à la longueur (ou la durée) de la réponse de la variable de seuil dans chaque pays étudié. Nous avons, ensuite, fait appel au modèle de régression multiple afin de tester et d'identifier la relation entre les variables macroéconomiques du modèle dans chaque pays.

¹ Benhabib A., Benamar A., and Maliki S. (2010), "The Optimal Currency Area and the GCC (Gulf Council Countries): Is there a feasibility?", Presented at the Second Research Conference on Empirical Issues in International Trade and Finance, Indian Institute of Foreign Trade, New Delhi, December.

En raison de différences qui peuvent exister en matière du degré du développement de l'activité bancaire et financière, de la dépendance énergétique, de l'application de politiques macroéconomiques saines, des différences dans les niveaux de transparence financière entre les pays, la tolérance économique ainsi que la vitesse de réponse économique dans chaque pays concernant l'impact d'un choc externe positif doit être différent. Il convient d'utiliser le modèle MVTAR pour estimer d'abord le "seuil de tolérance (a)" et la "longueur de retard (b)" dans chaque pays. Par la suite, il s'agira de chercher les variables financières (ou celles liées à la croissance) connexes pour tenter d'expliquer comment un changement économique et financier externe aura des impacts différents sur le seuil de tolérance et sur la durée de retard dans chaque pays.

Dans cette section, nous présentons le modèle MVTAR que nous allons utiliser dans notre analyse empirique.

3. Le modèle autorégressif à seuil multivarié (MVTAR)

3.1 Méthode d'estimation

Les modèles MVTAR (*Multivariate Vector Threshold Autoregressive*) peuvent englober des régimes différents ; chacun de ces régimes peut être représenté par un modèle VAR (Vector AutoRegressive). Toutefois, la commutation du régime est régie par une variable de commutation de telle sorte que tout passage à un niveau supérieur (au-dessus) ou inférieur (au-dessous) au seuil déclenche un changement de régime. L'origine de ce modèle, introduit par Tsay (1998), remonte au modèle autorégressif à seuil univarié (TAR, *Threshold AutoRegressive*) de Tong (1978). L'objectif d'un modèle TAR est de diviser les données en régimes différents à travers une variable de seuil dans laquelle (b) ces régimes représentent les périodes de retard de la variable de seuil. Au début, la variable de seuil utilise le retard, (b) qui est la période de la variable dépendante. Le modèle TAR univarié est aussi appelé SETAR (*Self-Exciting TAR*).

Le modèle MVTAR a été exprimé par Tsay (1998) comme suit :

$$Y_t = \begin{cases} f_1(Y_{t-1}, Y_{t-2}, \dots; \varepsilon_{1t}/\theta_1) & \text{if } z_{t-d} \leq r \\ f_2(Y_{t-1}, Y_{t-2}, \dots; \varepsilon_{2t}/\theta_2) & \text{if } z_{t-d} > r, \end{cases}$$

où Y_t représente le PIB réel par habitant, ainsi que la variable d'intégration financière, $f_i(\bullet)$ sont des fonctions bien définies de telle sorte que $f_i(\bullet) \neq f_j(\bullet)$ si $i \neq j$, θ_i sont des

paramètres avec des dimensions finies, ε_{it} désigne le terme de bruit, z_{t-d} est la variable de seuil avec un retard d ¹.

L'étude de Tsay (1998) met l'accent sur les modèles linéaires qui peuvent dépendre d'un vecteur de variables endogènes $Y_t = (Y_{1t}, \dots, Y_{kt})$ avec des séries temporelles à k dimensions, et un vecteur de v -dimension des variables exogènes $X_t = (X_{1t}, \dots, X_{vt})$; avec r un intervalle de valeurs de seuil possibles. Selon l'étude de Tsay, dans ces conditions, Y_t suit un modèle multivarié avec z_t variables de seuil et d périodes de retard, s'il satisfait l'équation suivante :

$$Y_t = c_j + \sum_{i=1}^p \phi_i^{(j)} Y_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_i^{(j)} X_{t-i} + \varepsilon_i^{(j)} \quad \text{if } r_{j-1} < z_{t-d} \leq r_j \dots\dots\dots (2)$$

où $j = 1, \dots, s$, c_j vecteurs de constantes, p et q sont des nombres entiers non négatifs. Les innovations satisfaits $\varepsilon_i^{(j)} = \sum_j^{1/2} a_t$, où $\sum_j^{1/2}$ sont des matrices symétriques positives et $\{a_t\}$ est une séquence de vecteurs aléatoires non corrélées avec une moyenne de 0 et une matrice de covariance \mathbf{I} , la matrice identité. z_t est la variable de seuil, elle est considéré comme stationnaires et suit une distribution continue. Ce modèle (2) avec s régimes est considéré comme linéaire dans l'espace de seuil z_{t-d} , mais il est non linéaire dans le temps lorsque $s > 1$.

Pour estimer l'équation (2), Tsay (1998) considère l'hypothèse nulle selon laquelle Y_t est linéaire par rapport à l'hypothèse alternative en fonction de laquelle l'équation (2) suit un modèle à seuil multivarié. L'auteur applique la généralisation de la statistique du test de Tsay (1989) pour le modèle multivarié dans ladite équation et utilise la simulation pour étudier la performance de l'échantillon fini du test statistique. Avant d'estimer l'équation (2), nous avons besoin de tester l'éventuelle non-linéarité potentielle (effet de seuil) dans cette équation. Tsay (1998) suggère d'utiliser le concept de régression agencé de façon à construire la statistique du test. Le but de cette régression arrangée est de détecter la non-linéarité de seuil de Y_t (en supposant que p , q et d sont

¹ Huang B-N., Hung K., Lee C-H., and Yang C-W. (2012), "Dynamic Interactions between Institutional Investors and the Taiwan Stock Exchange Corporation: One-regime and Threshold VAR Models", Paper presented at *The 20th Annual Conference on Pacific Basin Finance, Economics, Accounting, and Management*, September 8th-9th, Rutgers University, USA.

connus). À cette fin, *Tsay (1998)* utilise la méthode des moindres carrés et met le modèle dans un cadre de régression,

$$Y'_t = X'_t \phi + \varepsilon'_t \quad t = h+1, \dots, n \quad \dots \dots \dots (3)$$

où $h = \max(p, q, d)$, $X_t = (1, Y'_{t-1}, \dots, Y'_{t-p}, X'_{t-1}, \dots, X'_{t-q})'$ est un régresseur à $(pk + kv + 1)$ dimensions, ϕ désigne la matrice de paramètres. Pour cette équation, le variable de seuil z_{t-d} prend des valeurs dans $S = \{z_{h+1-d}, \dots, z_{n-d}\}$. Une caractéristique importante de la régression arrangée est qu'elle transforme effectivement un modèle de seuil à un problème de changement de point, car la régression est arrangée selon l'ordre croissant des variables de seuil z_{t-d} .

Afin d'estimer la variable de seuil dans l'équation (2) selon la méthode des moindres carrés conditionnels, *Tsay (1998)* suppose que p, q et s sont connus et la variable de seuil z_t est donnée. Mais le retard d et les seuils font partie des paramètres. L'objectif de l'étude de *Tsay* est de généraliser les résultats obtenus par *Chan (1993)* et *Hansen (1996)* pour le cas univarié. Pour simplifier, le modèle s'écrit comme suit :

$$Y_t = \begin{cases} X'_t \phi_1 + \sum_1^{1/2} a_t & \text{if } z_{t-d} \leq r_1 \\ X'_t \phi_2 + \sum_2^{1/2} a_t & \text{if } z_{t-d} > r_1 \end{cases} \quad \dots \dots \dots (4)$$

où $a_t = (a_{1t}, \dots, a_{kt})'$; z_{t-d} est stationnaire et continu avec une fonction de densité positive $f(r)$ sur un sous-ensemble borné de la droite réelle $R_0 \subset R$, et $d \in \{1, \dots, d_0\}$, où d_0 est un nombre entier positif fixé. L'estimation des paramètres du modèle (4) qui sont $(\phi_1, \phi_2, \Sigma_1, \Sigma_2, r_1, d)$ exige l'application de la technique des moindres carrés conditionnels. Cette estimation peut être obtenue en suivant deux étapes :

a)- Tout d'abord, pour d et r_1 donnés, le modèle (4) réduit à deux régressions linéaires multivariées séparées à partir desquelles les estimations des moins carrés de ϕ_i et Σ_i ($i = 1, 2$) sont facilement disponibles. Les estimations sont les suivantes:

$$\hat{\phi}_t(r_1, d) = \left(\sum_t^{(i)} X_t X'_t \right)^{-1} \left(\sum_t^{(i)} X_t Y'_t \right)$$

et

$$\hat{\Sigma}_t(\mathbf{r}_1, d) = \frac{\sum_t^{(i)} (Y_t - \mathbf{X}'_t \hat{\phi}_i^*) (Y_t - \mathbf{X}'_t \hat{\phi}_i^*)}{n_i - k} \dots\dots\dots (5)$$

où $\Sigma_t^{(i)}$ représente la somme de toutes les observations dans le régime i , $\hat{\phi}_i^* = \hat{\phi}_i(\mathbf{r}_1, d)$, n_i est le nombre de points de données dans le régime i , et k est la dimension de \mathbf{X}_t , satisfaisant $k < n_i, i = 1, 2$. L'auteur désigne la somme des carrés des résidus par :

$$S(\mathbf{r}_1, d) = S_1(\mathbf{r}_1, d) + S_2(\mathbf{r}_1, d)$$

où $S_i(\mathbf{r}_1, d)$ représente la trace de $(n_i - k)\hat{\Sigma}_i(\mathbf{r}_1, d)$.

b)- La deuxième étape consiste à estimer les moindres carrés conditionnels de r_1 et d , qui sont obtenus par l'équation suivante [comme recommandé par *Chan (1993)* et *Hansen (1996)* afin de minimiser la somme des carrés des résidus] :

$$(\hat{r}_1, \hat{d}) = \arg \min_{r_1, d} S(\mathbf{r}_1, d)$$

où $1 \leq d \leq d_0$ et $r_1 \in R_0$. Les résultats des estimations des paramètres du modèle (5) par les moindres carrés sont les suivants :

$$\hat{\phi}_i = \hat{\phi}_i(\hat{r}_1, \hat{d})$$

et

$$\hat{\Sigma}_i = \hat{\Sigma}_i(\hat{r}_1, \hat{d})$$

Dans ce cadre d'analyse, l'étude de *Tsay (1998)* suit les mêmes approches que *Chan (1993)* et *Hansen (1996)* pour déterminer les propriétés asymptotiques des estimateurs des moindres carrés conditionnels.

Après avoir déterminé les seuils optimaux, il est nécessaire de tester la non linéarité du modèle par rapport à l'hypothèse de linéarité. Autrement dit, il faut tester la significativité du modèle MVTAR contre le modèle VAR. Pour ce faire, il est supposé que l'hypothèse nulle (H_0) est $\phi_1 = \phi_2$, ce qui signifie que les coefficients sont les mêmes pour les deux régimes, et l'hypothèse alternative (H_1) de non-linéarité est $\phi_1 \neq \phi_2$. Pour effectuer ce test, *Hansen (1996)* propose le test standard de Wald et fait appel à la statistique F :

$$F = \frac{S_0 + S_1}{\delta^2} \quad \text{et} \quad F = \sup_{r_1 \in \Gamma} F(r_1)$$

où S_0 représente la somme des carrés des résidus sous H_0 et S_1 la somme des carrés des résidus sous H_1 . Cette statistique de test est certes classique dans la littérature économétrique, mais elle ne suit pas une distribution standard et les valeurs critiques qui correspondent à "Chi-deux" ne sont pas appropriées. En effet, le seuil r_1 n'est pas identifié sous l'hypothèse nulle; cette difficulté est appelée dans la littérature "*problème de Davies*" (voir Davies, 1977¹). Toutefois, ce problème peut se résoudre en se rapportant à la méthodologie de Hansen (1996). Il suffit de simuler la distribution asymptotique par la procédure *bootstrap*^{*} du test de vraisemblance afin de déterminer la p-value de la statistique. Selon Hansen (2000), on peut générer cette p-value en utilisant une fonction de distribution comme le montre l'équation ci-dessous. La règle de décision est la suivante : si la p-value de F_1 est plus petite que la critique retenue (1%, 5% ou 10%), on rejette, alors, l'hypothèse nulle de linéarité.

$$p - value = 1 - \left[1 - \exp\left(-\frac{1}{2} F_1\right) \right]$$

Dans cette étude, nous examinons les effets du processus d'intégration financière sur la croissance économique dans les pays du Maghreb tout en prenant en compte l'existence des chocs financiers externes. Cette étude se base sur les modèles autorégressifs à seuil multivarié et sur l'utilisation des fonctions de réponses impulsionnelles généralisées proposées par Koop, Pesaran and Potter (1996).

3.2 Les fonctions de réponses d'impulsion généralisées (Generalized Impulse Response Functions)

Les fonctions de réponses d'impulsion généralisées proposées par Koop *et al.* (1996)² sont un instrument utilisé pour évaluer la réponse aux chocs dans un modèle VAR à seuil multivarié. Les réponses dépendent de la taille et le signe du choc, de l'histoire quand le choc frappe le système et de l'hypothèse concernant les chocs subis

¹ Davies R. B., (1977), "Hypothesis testing when a nuisance parameter is present only under the alternative", *Biometrika*, Vol. 64, No. 2, pp. 247-254.

^{*} En statistiques, les techniques de bootstrap sont des méthodes d'inférences statistiques modernes et requérantes des calculs informatiques intensifs. L'objectif est de connaître certaines indications sur une statistique : son estimation, la dispersion (variance, écart-type) et les intervalles de confiance. Cette méthode est basée sur des simulations, comme les méthodes de Monte-Carlo, les méthodes numériques bayésiennes, etc.

² Koop G., Pesaran M. H., and Potter S. M. (1996), "Impulse Response Analysis in Nonlinear Multivariate Models", *Journal of Econometrics*, No. 74, pp. 119-47.

par l'économie dans le futur¹. En d'autres termes, une fonction de réponse impulsionnelle mesure le profil temporel de l'effet des chocs en un point donné dans le temps sur les valeurs futures (attendues) des variables dans un système dynamique. La meilleure façon de décrire une réponse impulsionnelle est de la considérer comme le résultat d'une expérience conceptuelle dans laquelle le profil temporel de l'effet est de $m \times 1$ vecteur des chocs de taille $\delta = (\delta_1, \dots, \delta_m)'$. Frappant l'économie à l'instant t , l'équation est estimée au temps $t + n$, compte tenu de l'histoire de l'économie. Dans ce contexte, trois points essentiels doivent être traités, à savoir : (i) les types de chocs qui frappent l'économie à l'instant t , (ii) l'état de l'économie dans la période $t - 1$ (avant l'exposition au choc), et (iii) les types de chocs susceptibles de toucher l'économie à partir de la période $t + 1$ jusqu'à la période $t + n$.

Considérons l'histoire de l'économie connue à l'instant $t - 1$ par l'ensemble des informations non décroissantes Ω_{t-1} , la fonction de réponses d'impulsion généralisée de Y_t à l'horizon n est définie par :

$$GI_x = (n, \delta, \Omega_{t-1}) = E(Y_{t+n} | \varepsilon_t = \delta, \Omega_{t-1}) - E(Y_{t+n} | \Omega_{t-1}) \dots \dots (6)$$

Contrairement à l'analyse classique des réponses impulsionnelles, cette approche ne nécessite pas l'orthogonalisation des chocs et elle est invariante pour l'ordre des variables.

4. Modèle de l'étude

4.1 Description des données

Pour examiner les effets de l'intégration financière sur la croissance économique dans les trois pays du Maghreb (Algérie, Tunisie et Maroc), tout en tenant compte de l'impact des chocs financiers externes, nous utilisons des données durant la période 1990-2012. Les données utilisées dans notre analyse sont sélectionnées à partir de : « *International Financial Statistics* », les bases de données « *CNUCED* », « *UNCTADstat* », « *Statistical, Economic and Social Research and Training Centre for Islamic Countries* », « *Chinn-Ito index (2010)*^{*} », et « *World Economic Outlook Database, 2012* ». La source exacte des variables est présentée en annexe (Annexe A.7).

¹ Galvao A. B. C. (2003), "Multivariate Threshold Models: TVARs and TVECMs", *Brazilian Review of Econometrics*, Vol. 23, No. 1, May, pp. 143-180.

^{*} L'indice de Chinn-Ito (KAOPEN) est un indice mesurant le degré d'ouverture du compte de capital d'un pays donné. Cet indice est basé sur les variables muettes binaires qui codifient la tabulation des restrictions sur les transactions financières transfrontalières présentées dans le rapport annuel du FMI sur les régimes et les restrictions de change.

4.2 Spécification du modèle

Le modèle de cette étude est fait à partir des travaux cités dans la revue de littérature théorique et empirique qui ont examiné les effets de l'intégration financière sur la croissance économique tout en prenant en considération l'existence des chocs financiers extérieurs. Plus précisément, la présente étude se base sur celles élaborées par Tsay (1998), Brezigar-Masten et al (2010), Adler et Tovar (2012), Zenasni et Benhabib (2013). Nous spécifions le modèle avec deux variables endogènes (à savoir Y_1 et Y_2) et plusieurs variables exogènes multivariées (y compris les variables de contrôle). Le modèle à vecteur autorégressif (VAR) de base répond à l'équation générale suivante :

$$Y_{1,t} = \alpha_1 + \sum_{j=1}^k \beta_{1j} Y_{1,t-j} + \sum_{j=1}^k \delta_{1j} Y_{2,t-j} + \sum_{k=1}^k \gamma_{1k} X_k + \mu_{1,t} \dots \dots \dots (1)$$

$$Y_{2,t} = \alpha_2 + \sum_{j=1}^k \beta_{2j} Y_{1,t-j} + \sum_{j=1}^k \delta_{2j} Y_{2,t-j} + \sum_{k=1}^k \gamma_{2k} X_k + \mu_{2,t} \dots \dots \dots (2)$$

où $Y_{t-j} = (Y_1, Y_2)_{t-j}$ désigne j variable de retard de $(Y_1, Y_2)_t$ et X_k représente k variables exogènes. En outre, il est supposé que chacun des termes d'erreur n'a pas de séries de corrélation ou d'autocorrélation. En général, ces hypothèses peuvent être acceptées car le modèle utilise les variables dépendantes retardées.

En utilisant le modèle (2) de Tsay (1998) cité plus haut, les variables de notre étude sont présentées comme suit* :

➤ Les variables endogènes sont : $Y_{i,t}$ est la variable qui représente la croissance du PIB réel ; et $IF_{i,t}$ qui désigne l'intégration financière mesurée par la somme des actifs extérieurs nets** et des passifs extérieurs*** en pourcentage du PIB, comme indiqué dans la base de données de Lane et Milesi-Ferretti (2007)¹.

* La figure de l'annexe A.8 présente la corrélation entre les variables de l'étude.
 ** Avoirs extérieurs nets (*Net Foreign Assets, NFA*) = Total de l'actif - Total du passif
 *** Engagements extérieurs (*External liabilities*) sont mesurés par la somme les engagements de portefeuilles (*portfolio liabilities*) et les engagements d'IDE (*FDI liabilities*) en % du total du passif.
¹ Lane P. R., and Milesi-Ferretti G. M. (2007), "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", *Journal of International Economics*, Vol. 73, No. 2, pp. 223-250.

➤ Les variables exogènes sont :

• $DFin_t$ est une variable qui mesure de l'évolution des systèmes financiers domestiques ; comme mesures du développement financier, nous avons utilisé trois indicateurs, à savoir, la taille du système financier estimée par le ratio des engagements totaux liquides (M3)^{*} par rapport au PIB (M3/PIB) ; le ratio des crédits domestiques au secteur privé par rapport au PIB (Crédits/PIB) ; et le taux de bancarisation de l'économie (Tx_Banc) qui permet d'analyser l'évolution des dépôts bancaires^{**}. Ces ratios sont couramment utilisés dans les études appliquées pour capter l'effet du développement financier (King et Levine 1993 ; Levine et al. 2000 ; Kpodar 2006 ; Kiendrebeogo 2010; Henderson et al. 2011 ; Cezar 2012).

• $DChocs_{it}$ est une variable muette des chocs financiers externes qui prend une valeur de 1 si le pays i subit des perturbations financières t et 0 autrement.

• $X_{i,t}$ est un vecteur de variables de contrôle (fondamentaux du pays et d'autres variables). Ce vecteur contient : $IDE_{i,t}$ une variable représentant l'investissement étranger direct et mesurant les flux de capitaux dans les pays ; $Ouv_{i,t}$ cette variable représente l'ouverture commerciale mesurée par les importations et les exportations en pourcentage du PIB ; $TCR_{i,t}$ est taux de change réel calculé à partir du taux de change nominal et de l'indice des prix à la consommation (IPC) ; $Inf_{i,t}$ qui représente le taux annuel de variation de l'indice des prix à la consommation ; $CapOuv_{i,t}$ mesure le degré d'ouverture des transactions du compte de capital.

$\varepsilon_{i,t}$ est le terme d'erreur.

$$IF_{it} = \alpha_1 + \beta_1 IF_{it-1} + \lambda_1 PIB_{it-1} + \delta_1 DFin_{it} + \gamma_1 DChocs_{it} + \phi_1 DFin_{it} \times DChocs_{it} + \theta_1 X_{it} + \mu_{1it} \dots (1')$$

$$PIB_{it} = \alpha_2 + \beta_2 PIB_{it-1} + \lambda_2 IF_{it-1} + \delta_2 DFin_{it} + \gamma_2 DChocs_{it} + \phi_2 DFin_{it} \times DChocs_{it} + \theta_2 X_{it} + \mu_{2it} \dots (2')$$

* Ce ratio permet de mesurer le degré de liquidité du système financier et, par là même, la taille globale de l'intermédiation financière.

** Dans cette étude, le taux de bancarisation reflète le niveau d'accès aux services financiers et, plus particulièrement, aux services de dépôts. Il s'agit du taux d'intérêt créditeur réel.

5. Présentation et interprétation des résultats empiriques

En utilisant les méthodes économétriques citées ci-dessus, cette section présente les résultats de l'analyse préliminaire nécessaire avant l'estimation du modèle à seuil multivarié. L'analyse concerne l'estimation des effets de l'intégration financière sur la croissance économique maghrébine tout en prenant en considération les effets des chocs financiers externes sur cette relation.

5.1 Résultats des tests de stationnarité et de cointégration

En utilisant les méthodes économétriques mentionnées ci-dessus, cette section présente les résultats de l'analyse préliminaire nécessaire avant l'estimation du modèle VAR à seuil multivarié.

5.1.1 Résultats du test de stationnarité

Le tableau (4.4) présente les résultats des tests ADF et PP pour les variables étudiées. Les résultats du test de racines unitaires révèlent qu'à l'exception des logarithmes des variables de l'intégration financière, du développement financier, de l'inflation et du taux de change réel, les logarithmes naturels de la croissance du PIB, de l'investissement direct étranger, de l'ouverture commerciale et de l'ouverture des transactions du compte capital sont stationnaires dans les 1^{ères} différences.

Tableau 4.4 : Résultats du test de stationnarité

Variables dans les 1 ^{ères} Différences	Algérie		Maroc		Tunisie	
	Test ADF	Test PP	Test ADF	Test PP	Test ADF	Test PP
Y₁	- 1.741 (0.3961)	- 3.656** (0.0283)	- 2.887* (0.0511)	- 3.141** (0.0275)	- 2.714* (0.9984)	- 2.673* (0.7104)
Y₂	- 1.506 (0.5247)	- 2.086 (0.0317)	- 1.841 (0.3582)	- 2.521 (0.0055)	- 1.279 (0.9984)	- 1.046 (0.7329)
DFin	- 3.171** (0.0255)	- 3.211** (0.0229)	- 3.240** (0.0213)	- 3.529*** (0.0096)	- 3.111** (0.0297)	- 3.426** (0.0128)
M3/PIB	2.711* (0.0896)	2.971*** (0.0067)	- 2.708* (0.0900)	- 4.322*** (0.0031)	- 2.767** (0.0808)	- 5.514*** (0.0002)
Credit/PIB	- 2.067 (0.2585)	- 3.724** (0.0034)	- 2.899* (0.0631)	- 4.693*** (0.0008)	- 3.586** (0.0159)	- 3.772** (0.0103)
Tx_Banc	- 2.774* (0.0798)	- 2.551 (0.1184)	- 2.258 (0.1937)	- 2.902* (0.0619)	- 2.222 (0.2050)	- 3.297 (0.0282)
DChocs	- 3.416** (0.0132)	- 3.733** (0.0053)	- 3.416** (0.0132)	- 3.733** (0.0053)	- 3.416** (0.0132)	- 3.733** (0.0053)
IDE	- 1.543 (0.1119)	- 2.281 (0.0200)	- 1.486 (0.1231)	- 2.005 (0.0001)	- 1.786 (0.0651)	- 2.201 (0.0012)
Ouv	- 3.463** (0.0116)	- 3.708** (0.0057)	- 3.302** (0.1740)	- 4.126*** (0.0015)	- 2.672* (0.0839)	- 3.944*** (0.0028)

Inf	- 1.176 (0.6783)	- 2.057 (0.0345)	- 2.155 (0.2245)	- 2.535 (0.0057)	- 1.924 (0.0472)	- 2.459 (0.0005)
TCR	- 1.653 (0.4505)	- 2.311 (0.0008)	- 1.995 (0.2881)	- 2.456 (0.0436)	- 2.106 (0.2427)	- 2.403 (0.0137)
CapOuv	- 3.677** (0.2698)	- 4.034*** (0.0016)	- 3.820*** (0.0041)	- 3.623** (0.0073)	- 3.316** (0.0174)	- 3.623** (0.0073)

Y_1 et Y_2 représentent la variable de l'intégration financière et le produit intérieur brut respectivement, $DFin$ désigne le développement du système financier mesuré par la masse monétaire (M2) en % du PIB réel, $DChocs$ est la variable muette des chocs externes, IDE désigne l'investissement direct étranger, Ouv est l'ouverture des échanges commerciaux vis-à-vis de l'extérieur, Inf représente le taux d'inflation, TCR est la variable de taux de change réel, $CapOuv$ est la variable des transactions du compte de capital.

***: stationnarité des variables aux niveaux de signification 1%, 5% et 10% (-3,788, -3,012, -2,646 respectivement). Les valeurs entre parenthèses sont des probabilités.

5.1.2 Résultats du test de cointégration

Le tableau (4.5) présente les résultats du test de cointégration de Johansen. Il montre l'existence des relations de cointégration entre les variables étudiées pour le cas des trois pays (Algérie, Maroc et Tunisie).

Tableau 4.5 : Résultats du test de Cointégration de Johansen

Hypothèses de d'équation de cointégration	Algérie		Maroc		Tunisie	
	Test Trace	Test Max. Eigen	Test Trace	Test Max. Eigen	Test Trace	Test Max. Eigen
Aucune	123.578* (0.0000)	63.819* (0.0000)	98.420* (0.0001)	45.878* (0.0012)	98.503* (0.001)	23.713* (0.4766)
Au plus 1	59.758* (0.0026)	36.863* (0.0024)	52.541* (0.0170)	34.939* (0.0047)	54.963* (0.0093)	16.842 (0.5935)
Au plus 2	22.895 (0.2512)	15.846 (0.2339)	17.601 (0.5956)	10.271 (0.7188)	30.906* (0.0371)	15.424 (0.7140)
Au plus 3	7.048 (0.5719)	6.449 (0.5562)	7.329 (0.5396)	6.907 (0.5002)	15.130 (0.0567)	4.779* (0.7694)
Au plus 4	0.599 (0.4388)	0.599 (0.4388)	0.422 (0.5156)	0.422 (0.5156)	0.035 (0.8510)	0.035 (0.8510)

* dénote le rejet de l'hypothèse au seuil de 5%. Les valeurs entre parenthèses sont des probabilités.

Le tableau (4.5) montre qu'il existe deux relations de cointégration au seuil de 5% en utilisant le test de la trace (*Trace test*) et celui de la valeur propre maximale (*Max-Eigenvalue test*) en Algérie et au Maroc ; alors qu'en Tunisie, le test de la trace indique l'existence de trois relations de cointégration entre les variables étudiées.

En outre, les résultats des tests de stationnarité et de cointégration nous permettent de mieux spécifier le modèle VAR qui est utilisé pour estimer les fonctions de réponses des variables de l'intégration financière, le PIB réel, le développement du système financier et les autres variables de contrôle de notre modèle aux chocs extérieurs (la

figure (4.9) présente les corrélations entre chaque variable étudiée dans les trois pays du Maghreb). Ainsi, après avoir testé la stationnarité des variables en utilisant le test des racines unitaires et la cointégration de Johansen, cette étude implique également l'utilisation des fonctions de réponses impulsionnelles et la décomposition de la variance pour évaluer la réponse des variables macroéconomiques aux chocs financiers externes et la proportion des variations dans les variables attribuables à ces chocs.

5.2 Résultats des estimations du modèle VAR

Dans cette section, nous estimons d'abord un modèle à vecteur autorégressif simple (un modèle VAR à un régime).

5.2.1 L'importance des chocs externes dans la variance des variables domestiques

Afin de déterminer la capacité des chocs financiers externes (et leur importance relative) pour expliquer les fluctuations des variables à différents horizons, nous effectuons un test standard de décomposition de la variance pour les variables du modèle VAR de cette étude. Les résultats de cette décomposition sont présentés ci-dessous (tableau 4.6) pour toute la période d'échantillonnage (1990-2012).

La première partie du tableau présente les résultats de la décomposition de la variance de la variable d'intégration financière à partir desquels nous constatons que les chocs financiers externes influent sur la mise en place de l'intégration financière dans les pays du Maghreb, à court terme (horizon de 1 à 4 trimestres), d'au moins 2,5 % (6,62 % en Algérie, 2,71 % au Maroc et 5,87 % en Tunisie). A long terme (16-20 trimestres), le test de décomposition de la variance suggère une forte augmentation, ce qui indique que les chocs externes ont des effets plus remarquables après près de 16 trimestres de la survenance d'une crise financière à l'extérieur du pays. En fait, nous constatons que ces chocs expliquent plus de 11 % de la variance dans les trois pays. En outre, à court terme, les chocs externes expliquent 1,09 % de la variance du PIB réel en Algérie, 0,8 % pour le cas du Maroc et 0,59 % en Tunisie. Ainsi, l'Algérie est particulièrement sensible à ces chocs. En effet, les chocs externes ont tendance à être de plus en plus persistants à long terme, surtout dans le cas de l'Algérie. Ces évolutions sont liées à l'augmentation des exportations de pétrole en Algérie et à une plus grande ouverture commerciale au Maroc et en Tunisie ces dernières années.

En outre, la troisième partie du tableau (4.6) présente les résultats de la décomposition de la variance de la variable "développement financier" suite aux chocs financiers externes sur la période 1990-2012. Les résultats suggèrent que lorsque le système financier du pays est plus ouvert (plus approfondi), les chocs externes ont une influence significative sur les activités de ce système à long terme. Comme indiqué dans la dernière partie du tableau, les chocs externes exercent une influence considérable, à long terme, sur les fondamentaux de tous les pays étudiés. A ce stade d'analyse, nous pouvons dire que l'influence élevée des chocs extérieurs sur les fondamentaux macroéconomiques reflète en grande partie la tendance à la hausse de l'ouverture des transactions commerciales de chaque pays du Maghreb avec les pays européens.

Tableau 4.6 : La fraction de la variance des variables du modèle suite à un choc financier extérieur : 1990-2012

	Variables	Horizons	Algérie	Maroc	Tunisie
Chocs extérieurs	La variance de <i>IF</i>	1-4	6.62	2.71	5.87
		16-20	18.68	11.15	11.81
	La variance du <i>PIB</i>	1-4	1.09	0.80	0.59
		16-20	8.83	4.12	1.64
	La variance de <i>DFin</i>	1-4	4.39	11.55	0.56
		16-20	13.73	59.87	6.19
	La variance des <i>Fondamentaux</i>	1-4	2.80	0.69	1.54
		16-20	8.97	1.73	4.43

Notes : "1-4" correspond à la moyenne entre 1 trimestre et 4 trimestres après la survenance d'un choc. "16-20" correspond à la moyenne entre 16 et 20 trimestres après la survenance d'un choc.

5.2.2 Résultats des fonctions de réponses impulsionnelles (l'impact des chocs externes sur les variables étudiées)

Les réponses dynamiques de chaque variable étudiée aux chocs externes sont décrites dans la figure (4.7) pour toute la période de l'étude. En traçant les trajectoires temporelles des effets des chocs financiers sur l'ensemble des variables internes, les réponses impulsionnelles nous permettent d'analyser non seulement la réaction simultanée à un choc spécifique, mais aussi la vitesse d'ajustement de l'économie. Selon *Allegret et Benkhodja (2011)*, les chocs externes ont une influence négative sur les variables macroéconomiques des pays en développement qui ont devenus plus

vulnérables à ces chocs. Plusieurs canaux peuvent expliquer cette vulnérabilité¹: tout d'abord, ces pays restent dépendants de l'activité économique des pays industrialisés (*commercial channel*) et des marchés de capitaux internationaux -y compris l'activité bancaire internationale pour financer leurs investissements (*financial channel*). En outre, les prix intérieurs dans les pays émergents et en développement restent influencés par les fluctuations des taux de change (*the pass-through channel*).

Ces canaux suggèrent une réponse négative attendue du PIB à la suite d'un choc externe. Les résultats obtenus suggèrent également que ces chocs influent négativement sur le PIB réel (en particulier pour le cas de l'Algérie et celui du Maroc ; en Tunisie, l'effet est relativement stable). Cet effet négatif est dû au fait que la croissance des économies du Maghreb est fortement liée à l'extérieur par le biais, en grande partie, des exportations de pétrole de l'Algérie et des exportations manufacturières du Maroc et de la Tunisie. Comme prévu, dans les trois pays étudiés, ces chocs peuvent conduire à des réactions négatives de l'activité économique sur le long terme. Ainsi, le projet d'intégration financière entre les pays du Maghreb est entravé dans le long terme en raison de l'existence des chocs extérieurs. Cependant, à court terme, les effets de ces chocs sur l'intégration financière paraissent négatifs dans les trois pays, ce qui peut être justifié par le fait que les réponses aux chocs de ces pays sont relativement lentes.

D'autre part, les réponses des indicateurs de développement financier à un choc financier externe sont statistiquement non significatives dans les trois pays étudiés. Cela peut être la conséquence des mauvaises politiques d'ouvertures financières appliquées par ces pays depuis les années 90. En fait, ce constat est accentué sur le long terme. En outre, il est important de souligner que les réponses de la plupart des variables étudiées sont semblables dans nos pays étudiés à la fois en termes de réactions contemporaines et persistantes. Nous prévoyons une réponse négative du PIB réel face à un choc externe. En effet, le degré élevé de l'ouverture commerciale des pays du Maghreb avec les pays européens et d'autres pays avancés les rend très sensibles aux risques de la chaîne commerciale. Ces résultats confirment l'influence décroissante directe des chocs extérieurs sur les fondamentaux (inflation et taux de change) dans les pays d'Afrique du

¹ Allegret J-P., et Benkhodja M. T. (2011), "External Shocks and Monetary Policy in a Small Open Oil Exporting Economy", *EconomiX Working Paper*, No. 2011-39, September.

Nord. Enfin, on peut dire que les effets négatifs des chocs externes sont suivis d'une dépréciation dans les variables internes ainsi que des fluctuations du PIB réel. Par conséquent, cela peut être nuisible à l'activité économique et à la possibilité d'établir une union monétaire, commerciale et financière entre les pays du Maghreb.

Tableau 4.7 : Résultats des récentes études empiriques sur le lien entre les chocs externes et l'intégration financière

Etudes	Pays	Période	Méthodes	Principaux résultats
Aghion et al. (2004)	Petites économies ouvertes	/	Modèle dynamique d'économie ouverte	Les crises externes temporaires ont des effets importants et persistants sur les fondamentaux des pays dans le sens où ces économies peuvent avoir des cycles limités.
Blecker (2008)	Mexique	1979-2007	Approche DOLS	Après trois décennies de libéralisation financière, le Mexique est devenu dépendant des forces externes et reste très vulnérable aux chocs extérieurs.
Edwards (2009)	Six régions dans le monde *	1970-2004	Analyse du Panel Probit	L'intégration financière augmente le degré de vulnérabilité face aux crises externes.
Brezigar Masten et al. (2008)	31 pays européens	1996-2004	MMG	L'intégration financière stimule l'apport de financement stable à travers les marchés financiers intérieurs même en temps de crise.
Dincer, Kandil, et Trabelsi (2011)	Turquie	1989-2009 (Trimestrielle)	Modèle VAR Multivarié	Les crises financières internes et externes affectent négativement la libéralisation du compte de capital et les variables macroéconomiques de la Turquie.
Allegret et Benkhodja (2011)	Algérie	1990-2010 (Trimestrielle)	Modèle DSGE**	L'Algérie est particulièrement sensible aux chocs réels et aux chocs externes qui influent sur les fluctuations macroéconomiques.
Adler et Tovar (2012)	40 EME *** et 9 petites économies avancées	1990-2012	Estimation multivariée en coupe transversale	En Europe émergente, le processus d'intégration financière a évolué dans le sens de rendre la région plus vulnérable aux chocs financiers extérieurs.
Kazi, Wagan et Akbar (2012)	14 principaux pays de l'OCDE	1981-2010 (Trimestrielle)	Approche VAR augmenté	L'intégration financière peut jouer un rôle important pour propager les chocs à d'autres pays.

* Les régions sont: les pays industriels, d'Amérique latine et des Caraïbes, d'Asie, d'Afrique, du Moyen-Orient, et de l'Europe de l'Est.

** DSGE model: Dynamic, Stochastic, General equilibrium model.

*** EME: Emerging Market Economies.

Allegret et al. (2012)	9 pays d'Asie de l'Est	1990-2010 (Trimestrielle)	Modèle SVARX*	Les résultats montrent l'existence d'un impact grandissant des crises externes sur les variables domestiques des pays d'Asie depuis 1990.
-------------------------------	------------------------	---------------------------	---------------	---

Source: Elaboré par l'auteur.

5.3 Résultats des estimations du modèle MVTAR et des fonctions de réponses d'impulsion généralisées

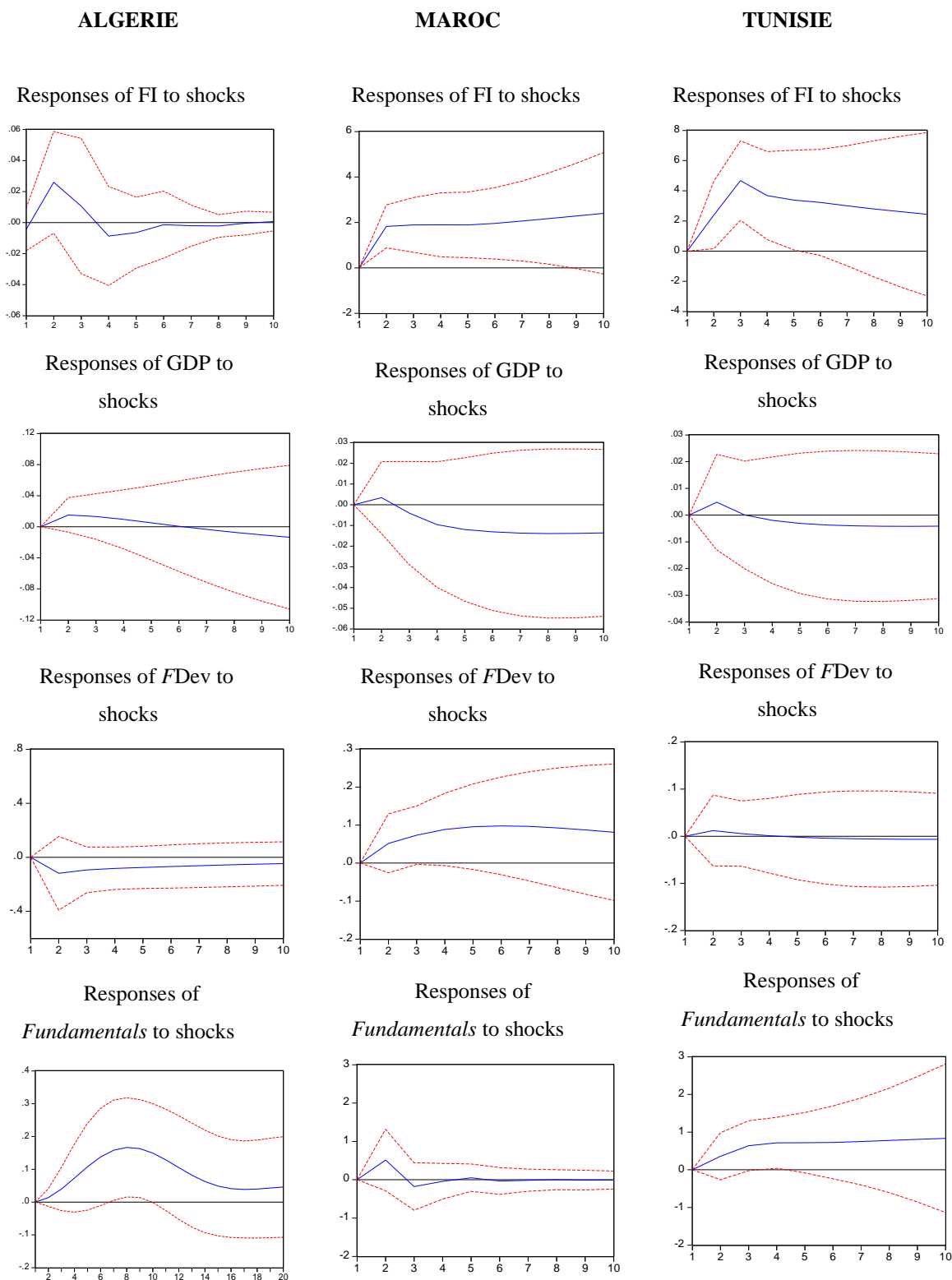
Dans cette analyse, nous effectuons la décomposition de la variance basée sur le modèle MVTAR pour tester l'impact d'un choc financier externe sur l'intégration financière, la croissance économique et les autres variables macroéconomiques du modèle. Afin de tester l'impact de cette asymétrie de la relation entre l'intégration financière et la croissance économique, nous allons suivre la démarche suivante: premièrement, les données seront organisées suivant un ordre croissant ou décroissant en fonction de la variable de commutation (qui est le taux d'intérêt dans notre cas, ... voir *Allegret et al. 2007*¹, *Goggin and al 2012*²). Deuxièmement, notre échantillon est divisé selon cet ordre dans le modèle MVTAR estimé. Autrement dit, si le modèle MVTAR est composé d'un effet de seuil (soit deux régimes), nous devons obtenir deux sous-échantillons. Troisièmement, chaque sous-échantillon sera réorganisé selon la chronologie du temps. L'étape suivante consiste à utiliser des statistiques descriptives pour analyser la relation entre l'évolution de la croissance économique et les autres indicateurs macroéconomiques de chaque sous-échantillon. Enfin, nous allons faire une comparaison entre les résultats des différents sous-échantillons afin de détecter l'impact de l'asymétrie de la relation entre l'intégration financière et la croissance économique. Le but de ce test étant de rechercher les propriétés non linéaires d'un vecteur de séries temporelles, ce qui permet d'estimer les fonctions des réponses d'impulsions généralisées qui peuvent nous aider à identifier et à analyser la symétrie des chocs dans les pays étudiés.

* SVARX model: Structural VAR Model with Block Exogeneity.

¹ Allegret J-P., Ayadi M. et Haouaoui L. (2007), "Volatilité des chocs et degré de flexibilité du taux de change", *PANOECONOMICUS*, No. 3, pp. 271-301.

² Goggin J., Holton S., Kelly J., Lydon R. and McQuinn K. (2012), "The financial crisis and the pricing of interest rates in the Irish mortgage market: 2003-2011", *Research Technical Paper*, No. 1/RT/12.

Figure 4.7 : Les résultats des fonctions de réponses impulssionnelles (VAR), 1990-2012



Avant de tester la non-linéarité de seuil, nous déterminons le nombre de retards inclus dans le modèle. Selon les résultats du test d'*Akaike* et de *Schwarz*, la longueur de retard optimal est soit 1 ou 2. Avec ces décalages, les innovations estimées présentent de fortes corrélations sérielles, comme les résultats des tests du Multiplicateur de Lagrange (LM) multivarié et univarié. Par conséquent, nous devons inclure davantage les retards pour éviter les problèmes d'endogénéité dans les estimations. Ainsi, le choix du nombre de retards est basé sur des tests de corrélation de séries pour les termes d'erreur. Nous avons testé la corrélation sérielle dans les résidus avec les tests LM multivariés.

Tableau 4.8 : Résultats du test de linéarité

	Algérie	Maroc	Tunisie
Threshold estimate	0.783	0.541	0.682
LM test for no threshold	32.661 (0.0290)	30.743 (0.0368)	29.166 (0.0321)
Chi squared value	2.83048E-17	1.65988E-16	2.40416E-15

Les valeurs entre parenthèses représentent les "*p-value*".

Les résultats du tableau (4.8) montrent que l'hypothèse de la linéarité n'est pas acceptée pour les trois pays étudiés. On ne se contente pas, alors, des résultats de la décomposition de la variance et des réponses des fonctions d'impulsion présentés ci-dessus. Autrement dit, les résultats des estimations indiquent l'existence de la non-linéarité entre les variables, ce qui justifie l'utilisation du modèle MVTAR pour ces pays. Les résultats des fonctions de réponses impulsionnelles généralisées pour les cas algérien, marocain et tunisien sont présentés ci-dessous.

Après avoir effectué le test de linéarité sur les variables de l'étude concernant les trois pays, il fallait procéder au test de non linéarité et des fonctions de réponses impulsionnelles basés sur le modèle MVTAR. Nous avons alors abouti aux résultats présentés dans le tableau (4.8). Ces résultats peuvent être divisés en deux sous-échantillons (deux régimes) : un *régime supérieur* dans lequel la variable de commutation est située au-dessus du seuil (*upper regime*) et un *régime inférieur* dans lequel la variable de commutation est située au-dessous du seuil (*lower regime*). En fait, la figure (4.8) présente les résultats qui indiquent le niveau seuil (*threshold value*) de chaque pays en utilisant le taux d'intérêt comme variable de commutation.

Concernant le régime supérieur (*upper regime*), nous constatons, à partir des résultats du tableau (4.8) et de la figure (4.9), que les réponses de la variable du taux d'intérêt sont positives pour les trois pays étudiés. Néanmoins, ces réponses positives commencent à baisser à partir de la deuxième période pour les cas algérien et tunisien. En changeant la variable de commutation par une variable proxy (liquid liabilities) comme une mesure de la politique monétaire des économies maghrébines, les réponses restent positives pour l'Algérie (avec une baisse de cet effet qui a atteint le point zéro après 5 périodes) et la Tunisie ; tandis qu'elles deviennent négatives pour le cas du Maroc, peu avant le début de la 2^{ème} période. Ces résultats peuvent être expliqués par l'inexistence des effets de liquidités dans les pays du Maghreb car leurs systèmes financiers sont toujours contrôlés par leurs Etats. Par conséquent, lorsque la variable de commutation (et/ou la variable proxy) est au-dessus du seuil, un choc financier touchant les pays extérieurs n'a pas d'effets significatifs sur la croissance des pays du Maghreb.

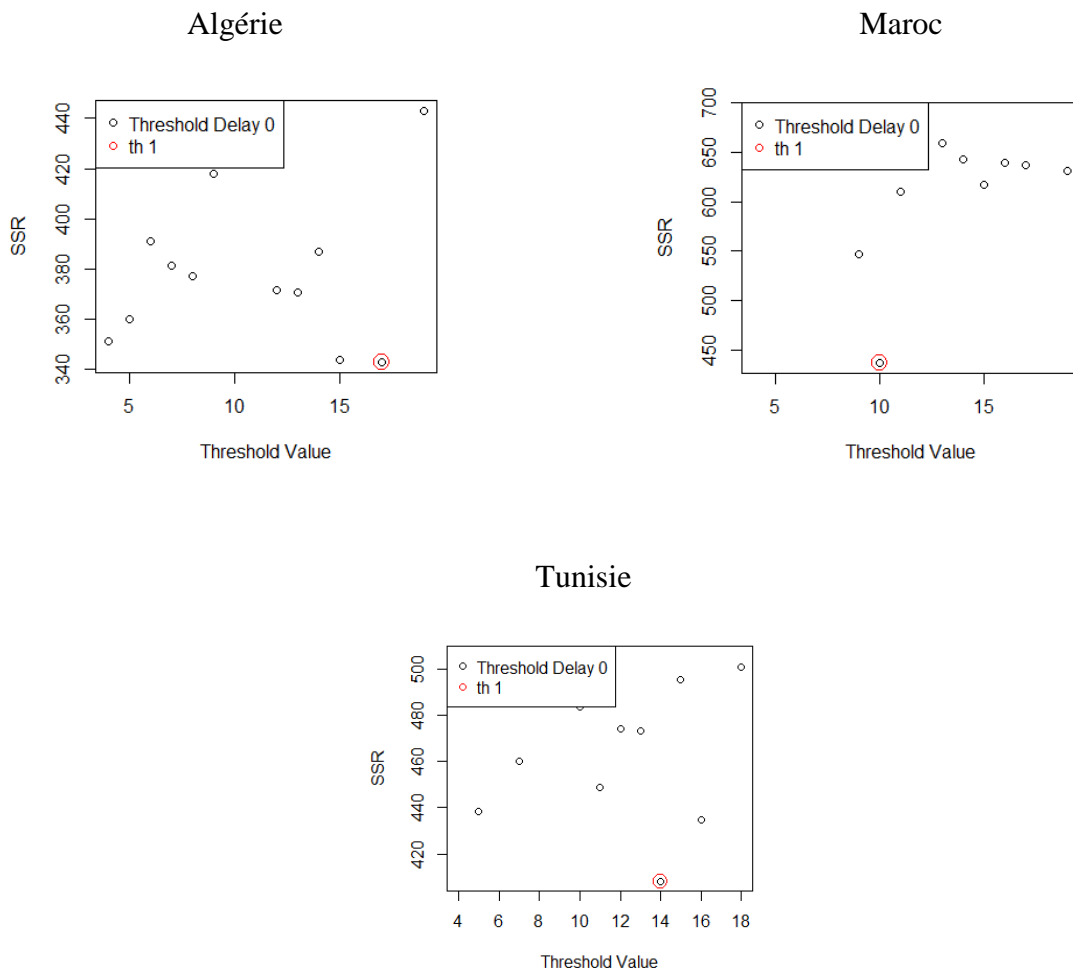
En outre, pour ce qui concerne le régime inférieur (*lower regime*), les résultats indiquent l'existence de réponses négatives de la variable du taux d'intérêt pour les trois pays (à partir de la 3^{ème} période pour le cas marocain ; toutefois, l'effet négatif a connu une légère augmentation en Tunisie à partir de la 2^{ème} période). Lorsqu'on utilise la variable proxy (liquid liabilities), qui a un poids significatif dans les transactions financières des économies maghrébines, nous constatons que, pour le cas de l'Algérie et celui du Maroc, les réponses aux chocs financiers extérieurs sont positives (à partir de la 2^{ème} période en Algérie). Cependant, celles-ci sont négatives pour la Tunisie. En somme, les résultats des estimations indiquent l'existence des réponses asymétriques du taux d'intérêt aux chocs positifs et négatifs de la politique monétaire. Par ailleurs, les résultats négatifs des taux d'intérêt indiquent que, lorsque la variable de commutation (taux d'intérêt) est en-dessous des niveaux seuils, un choc financier extérieur affecte négativement les systèmes financiers des économies du Maghreb, via son impact négatif sur les taux d'intérêt. A partir de là, ce choc extérieur négatif peut déstabiliser la construction du projet d'intégration entre les pays du Maghreb et défavoriser, ainsi, l'amélioration des niveaux de la croissance et du développement de ces économies à long terme.

Tableau 4.9 : Résultats du test de non linéarité basée sur le modèle MVTAR

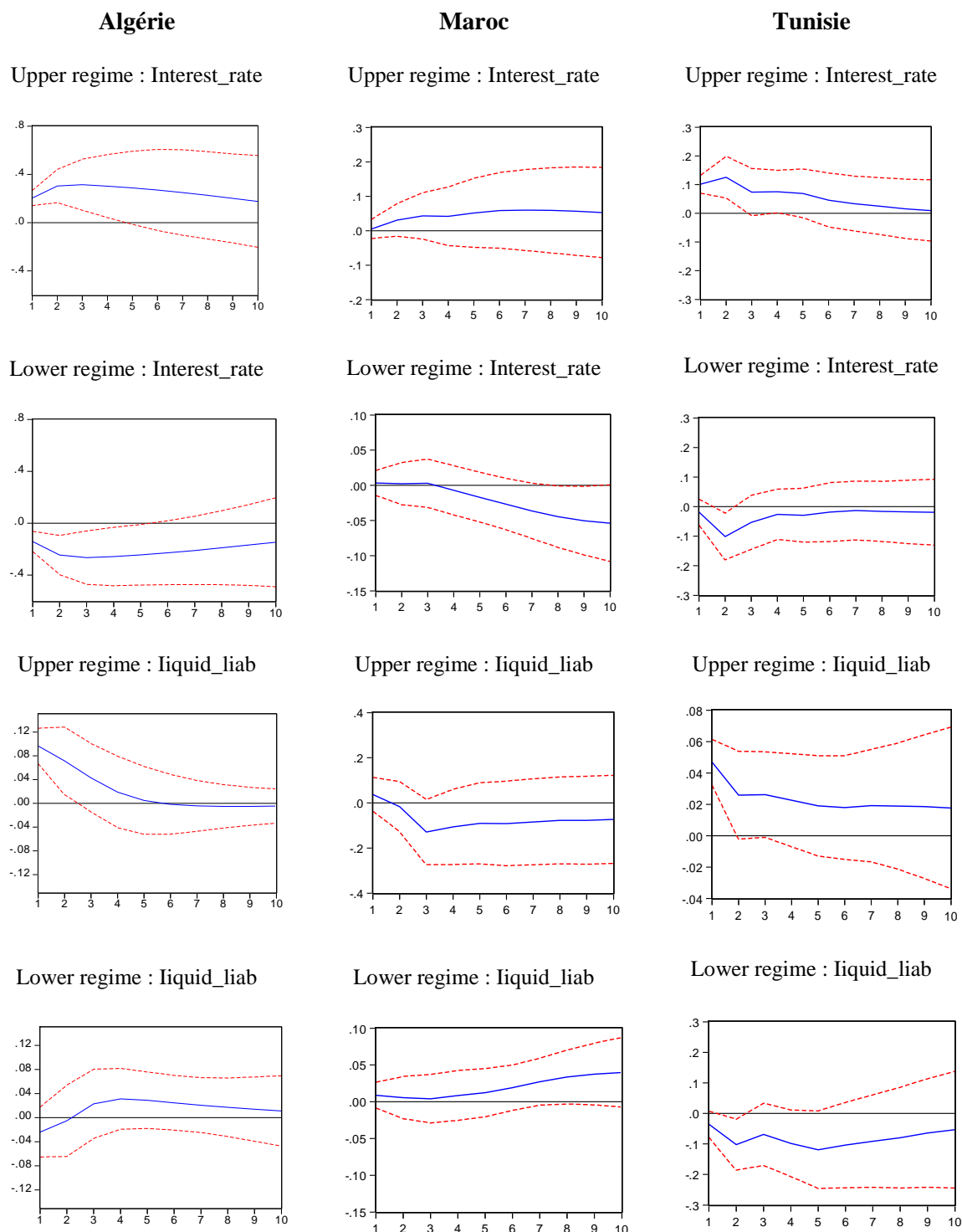
Threshold regimes	Threshold variables	Estimated Threshold coefficient	Std.Error	t value
Algeria				
Interest rate	Low regime	- 1.1813 (0.2325)	0.2018	5.8518
	High regime	1.1866 (0.0032)	0.3515	3.3656
Liquid liabilities	Low regime	0.5012 (0.2186)	0.3930	1.2722
	High regime	0.7410 (0.0016)	0.2019	3.6693
Morocco				
Interest rate	Low regime	- 1.4918 (0.0109)	0.5289	2.8205
	High regime	1.3681 (0.0010)	3.8481	0.3555
Liquid liabilities	Low regime	3.1142 (0.0272)	1.3023	2.3914
	High regime	- 0.5235 (0.0924)	0.2954	1.7719
Tunisia				
Interest rate	Low regime	- 0.4333 (0.3532)	0.4554	0.9515
	High regime	2.5085 (0.0297)	0.2340	1.0719
Liquid liabilities	Low regime	- 0.1406 (0.0652)	0.3072	0.4578
	High regime	0.1578 (0.0812)	0.6562	0.2406

Les valeurs entre parenthèses représentent les *probabilités*.

Figure 4.8 : Résultats de recherches de seuils basés sur le modèle MVTAR



**Figure 4.9 : Résultats des fonctions de réponses impulsiologiques généralisées
basées sur le modèle MVTAR, 1990-2012**



Sur la base de toutes les estimations faites en utilisant le modèle VAR et le modèle autorégressif à seuil multivarié (MVTAR), les résultats auxquels a abouti le travail sont présentés comme suit :

- La valeur de seuil la plus appropriée semble varier en fonction de la façon dont laquelle l'économie dépend des niveaux de libéralisation des taux d'intérêts et de la capacité d'adoption de nouvelles techniques pour moderniser l'activité bancaire et financière.
- Un changement des niveaux des taux d'intérêts bancaires a un impact limité sur l'économie si le changement est en-dessous des niveaux de seuils ; si le changement est au-dessus des niveaux de seuil, il apparaît que le changement des niveaux des taux d'intérêts explique mieux les variables macroéconomiques et la variation de la croissance du PIB réel des pays de l'étude.
- Les chocs financiers extérieurs ont un effet négatif sur le processus d'intégration financière et la croissance des économies maghrébines à travers son influence négative sur l'activité des systèmes financiers de ces pays. Néanmoins, cette vulnérabilité aux chocs sera réduite au cas où ces économies intensifient les transactions financières et commerciales entre elles dans un cadre d'intégration profonde.

En somme, sur la base des estimations faites, les résultats montrent qu'une intégration économique plus profonde (réalisée par le biais de la libéralisation des transactions financières et celle des échanges commerciaux, des réformes du climat des investissements, du renforcement de la concurrence et de la compétitivité) peut avoir un impact considérable sur l'activité financière, les échanges commerciaux et le niveau d'attraction des IDE, et partant, sur la croissance économique régionale. Ainsi, à partir des résultats de cette étude, nous pouvons dire que pour réaliser le projet d'intégration économique et financière et s'ouvrir à l'économie mondiale, les pays du Maghreb doivent d'abord éliminer les distorsions internes existantes afin de récolter les bénéfices de la globalisation.

6. Synthèse de l'étude

Sur la base des analyses théoriques et des estimations empiriques de cette étude, et à l'aide de quelques autres études (à l'exemple de celle de *Tiphaine 2008*), nous présentons, dans cette partie, une synthèse de l'analyse théorique et empirique concernant les effets de l'intégration financière sur la croissance des économies de l'UMA ainsi que les obstacles qui entravent la constitution effective de cette union.

6.1 Synthèse de l'analyse

Il est vrai que les pays du Maghreb ont franchi des étapes importantes pouvant les aider à développer leurs économies à travers les différentes mesures de libéralisation, d'ouverture et d'intégration, entreprises graduellement par les autorités de ces pays depuis le début des années 90. Néanmoins, la région du Maghreb n'a pas trouvé le mécanisme de réponse collectif adéquat pour limiter l'impact négatif des crises financières et économiques internationales sur ses économies. En fait, les crises et chocs internationaux peuvent déstabiliser le processus de croissance et de développement des économies maghrébines car ces crises engendrent une récession mondiale qui réduit les demandes de produits provenant des pays nord-africains. Cela pourrait induire, par conséquent, des pertes d'emploi et de recettes économiques, notamment dans le secteur pétrolier en Algérie dans la mesure où les recettes générées par les exportations des hydrocarbures représentent environ 97,5% de l'ensemble des recettes économiques algériennes, et dans les secteurs industriel et agricole au Maroc et en Tunisie qui exportent une forte main d'œuvre. De ce fait, l'activité économique de ces pays risque d'être ralentie.

Donc, il est impératif pour les pays de la région, de réagir conjointement dans certains domaines afin d'assurer la stabilité macroéconomique et financière réalisée notamment à travers l'harmonisation des politiques budgétaires et des réglementations financières ainsi que la coordination des politiques monétaires et celles relatives aux taux de change. Il est tout aussi nécessaire pour les autorités économiques et financières maghrébines de consolider leurs capacités institutionnelles en renforçant et en rationalisant les mécanismes existants tout en en créant d'autres, selon les besoins. Il serait également judicieux d'établir un « dialogue ou forum financier au Maghreb » afin

de rassembler les ministères des Finances, les banques centrales et autres institutions de supervision dans le but de formuler une réponse collective et efficace¹.

Tableau 4.10 : Synthèse de l'analyse

Atouts	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> - Vaste marché régional avec des potentialités élevées ; - Dynamisme des institutions domestiques - Progrès de l'inter-connectivité - Espaces économiques cohérents 	<ul style="list-style-type: none"> - Faible diversification de l'économie (notamment pour le cas algérien) ; - Faiblesse des taux d'industrialisation et de spécialisation productive ; - Fort protectionnisme ; - Existence d'entraves aux échanges avec l'extérieur ; - Présence d'un environnement des affaires défavorable ; - Accès limité à certains marchés dominés par des monopoles publics.
Opportunités	Risques
<ul style="list-style-type: none"> - Bonne orientation des marchés et des termes de l'échange ; - Dynamisme, ouverture et régionalisation des marchés - Libéralisation de toutes les activités économiques ; - Possibilité de rendre les entreprises économiques plus compétitives au niveau mondial et, donc, plus rentables. 	<ul style="list-style-type: none"> - Vulnérabilité aux chocs extérieurs, - Instabilité macroéconomique - Tentations protectionnistes - Détérioration de la sécurité - Recul de la gouvernance (notamment la gouvernance économique).

Source : Tiphaine L. (2008), "Intégration économique des pays d'Afrique de l'Ouest", *Document de Travail de la Commission Européenne*, Brussels, Mai, p 37.

¹ Rapport de la Banque Africaine de Développement (2010), op cit, p 149.

7. Une feuille de route basée sur les réalités institutionnelles des pays de l'UMA

L'intégration financière entre les pays de la région représente le point culminant d'un long processus qui doit débiter par l'augmentation progressive du partage d'informations, suivie d'une coopération effective et d'une harmonisation de la stratégie appliquée avant d'aboutir, peut-être, à l'unification de l'ensemble des politiques, infrastructures et institutions financières.

La feuille de route, telle que proposée par le *Rapport de la Banque Mondiale (2010)*, s'appuie sur les progrès déjà réalisés sur le continent, notamment en matière de développement et d'approfondissement des systèmes financiers de chaque pays. Elle présente, ainsi, les différentes étapes nécessaires à la réalisation d'une intégration réelle sur les plans financier, commercial et économique. Comme le montre le tableau (4.11), la première étape met l'accent sur le développement des systèmes de paiements. L'étape suivante a trait à la modernisation du système financier par l'adoption de normes bancaires et financières internationales en passant par l'abolition des contrôles de changes interrégionaux, la libéralisation des afflux d'investissements étrangers et le renforcement des marchés boursiers. Les mesures fondamentales de la troisième étape concernent la mise en œuvre efficace des critères de convergence, des mécanismes de réglementation et de supervision ainsi que la mise en réseau des marchés boursiers. L'étape 4 se rapporte à la mise en application effective de l'union douanière et l'unification des marchés boursiers. Enfin, la dernière étape porte sur l'unification des marchés boursiers et le développement des produits financiers régionaux.

Tableau 4.11 : Feuille de route détaillée pour concrétiser le projet d'intégration financière entre les pays de la région

Étapes de l'IF	Mesures nationales	Mesures régionales
<i>Conditions préalables</i>	Stabilité macroéconomique Solvabilité bancaire	/
<i>Étape I : Préliminaire</i> Les pays membres commencent à prendre des mesures pour moderniser leurs systèmes financiers, en mettant en œuvre certaines normes financières internationales et en instaurant un échange d'informations entre eux.	- Améliorer les systèmes de paiements nationaux afin de réduire les délais de paiement et les coûts de transfert ; - Renforcer la supervision bancaire et le cadre réglementaire et améliorer les normes comptables ; - Améliorer le cadre fondamental du système juridique.	- Conclure des accords afin de créer une ZLE ; - Etablir un calendrier régional et assurer le suivi des opérations ; - Échanger des informations et organiser des réunions régulières entre les autorités financières ; - Mettre en place des comités régionaux ayant pour mission de déterminer les domaines et modalités du processus d'intégration ;

Chapitre IV. Intégration financière, croissance économique et chocs financiers
externes : investigation empirique sur les pays de l'UMA

		- Conclure des accords régionaux et bilatéraux proposant une assistance technique aux membres les moins développés pour mettre à niveau leurs systèmes financiers.
<p>Etape II : Harmonisation Les pays membres doivent moderniser leur système financier et prendre des mesures destinées à harmoniser les politiques, institutions, règles et réglementations financières régionales.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Élargir les systèmes de paiement de manière à inclure les transferts électroniques de fonds, les systèmes de dépôt de garantie et les ordres électroniques de paiement ; - Établir des systèmes rentables pour les transferts de petits montants ; - Renforcer davantage la supervision et la réglementation bancaires en garantissant leur conformité aux principes fondamentaux de Bâle ; - Supprimer les contrôles des taux de change interrégionaux ; - Libéraliser les afflux de capitaux étrangers ; - Renforcer les règles et réglementations du marché boursier ; - Compléter la modernisation des systèmes financiers et les orienter vers le marché ; - Supprimer les barrières freinant la pénétration des banques étrangères et régionales pour accroître la concurrence. 	<ul style="list-style-type: none"> - Mettre en place une ZLE entièrement fonctionnelle ; - Conclure des accords sur les critères appropriés de convergence ; - Etablir des des mécanismes de surveillance et de contrôle ; - Organiser des réunions régulières entre les autorités de réglementation et de supervision des pays ; - Harmoniser les politiques relatives aux entrées de capitaux.
<p>Etape III : Coopération Au cours de cette étape, les membres doivent prendre de grandes initiatives de coopération pour harmoniser leurs politiques financière. Ils doivent aussi renforcer et rendre opérationnels les mécanismes régionaux de surveillance et de contrôle.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Libéraliser progressivement les contrôles des taux de change vis-à-vis du reste du monde ; - Mettre en œuvre des critères de convergence détaillés ; - Coordonner les politiques monétaires et de change. 	<ul style="list-style-type: none"> - Conclure des accords pour réaliser une union douanière ; - Mettre en place un régime régional des IDE ; - Harmoniser entièrement les normes en matière de réglementation, supervision et comptabilité.
<p>Etape IV : Intégration Les membres sont tenus d'unifier leurs institutions, règles et réglementations.</p>	Adapter et/ou modifier les exigences législatives et réglementaires nationales et le cadre institutionnel afin de se conformer aux exigences requises à cette étape de l'intégration financière.	<ul style="list-style-type: none"> - Adopter une union douanière entièrement opérationnelle ; - Unifier les marchés boursiers.
<p>Etape V : Unification À ce stade, les membres sont contraints d'abandonner leur souveraineté en matière de politique monétaire au profit d'une autorité régionale.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Remplacer la monnaie locale par une autre à caractère régional ; - Amasser des réserves en monnaie commune. 	<ul style="list-style-type: none"> - Créer une banque centrale régionale ; - Adopter une monnaie commune régionale.

Source : Rapport de la Banque Africaine de Développement (2010), "Intégration du système financier dans trois régions d'Afrique", *La Banque Africaine de Développement*, Tunis, pp. 38-42.

Conclusion du Chapitre

A travers ce chapitre, nous avons examiné empiriquement les effets du processus d'intégration financière sur la croissance économique des trois pays de l'UMA (Algérie, Maroc et Tunisie), tout en tenant en considération l'impact des chocs financiers externes dans cette relation. Pour ce faire, nous avons utilisé un modèle autorégressif à seuil multivarié (MVTAR). Le but de ce test est de rechercher les propriétés non linéaires d'un vecteur de séries chronologiques et déterminer les effets de seuil dans la relation entre l'intégration financière, les chocs financiers externes et la croissance des économies maghrébines.

Les résultats auxquelles a abouti l'étude indiquent qu'une intégration économique plus profonde (réalisée par le biais de la libéralisation des transactions financières et celle des échanges commerciaux, des réformes du climat des investissements, du renforcement de la concurrence et de la compétitivité) peut avoir un impact important sur l'activité financière, les échanges commerciaux et le niveau d'attraction des IDE et, par conséquent, sur la croissance économique régionale. Ainsi, à partir des résultats de cette étude, nous pouvons dire que pour réaliser le projet d'intégration économique et financière et s'ouvrir à l'économie mondiale, les pays du Maghreb doivent d'abord éliminer les distorsions internes existantes afin de récolter les bénéfices de la globalisation.

CONCLUSION GÉNÉRALE

CONCLUSION GÉNÉRALE

Au cours de ces deux dernières décennies, plusieurs pays développés ou en voie de l'être ont opté pour la déréglementation de leur secteur financier et ce en éliminant les entraves à la libre concurrence. Ce nouveau processus d'ouverture et de libéralisation a été mis en place après le constat d'échec qui a caractérisé les longues années de répression des systèmes bancaires et financiers dans ces pays. L'objectif principal de ce processus est, certes, d'atteindre un meilleur développement financier qui puisse assurer une croissance économique saine et durable ; cependant, marquée par la survenue de plusieurs graves crises et chocs financiers, cette nouvelle orientation a laissé planer des doutes quant à son efficience et à sa capacité à atteindre les objectifs tracés. La suspicion a été engendrée par les nombreuses études empiriques qui ont clairement montré que la libéralisation financière est, en grande partie, derrière le déclenchement des crises financières des années 1990. Pour pallier ces crises ayant perturbé leurs systèmes financiers, nombre de pays, à travers la planète, ont choisi d'intégrer leurs économies en créant des unions sur les plans monétaire, financier, commercial et politique.

Accélérée par la globalisation, l'intégration financière -qui implique la création de zones de libre-échange, de marchés communs ou d'unions économiques complètes- est devenue une réalité pour la plupart des pays développés, émergents ou en développement. En fait, l'application, de plus en plus croissante, des mouvements d'intégration entre les blocs de pays était mue essentiellement par l'augmentation du taux de croissance économique, la stimulation de l'investissement et le renforcement de la stabilité macroéconomique et financière. Dans ce contexte de crises et de recherche de solutions salutaires, le lien entre l'intégration financière et la croissance économique continue d'être l'une des questions les plus débattues entre les économistes internationaux.

Néanmoins, dans un monde en globalisation croissante, cette intégration financière peut avoir des répercussions négatives sur l'économie en provoquant des turbulences sur les marchés de capitaux internationaux et une volatilité du marché de change pouvant entraîner de grands déséquilibres macroéconomiques. Cette perspective assez pessimiste a conforté certains économistes dans l'idée que la propagation de la crise des

pays développés vers les pays émergents par le biais des canaux financiers est la preuve de la nécessité d'imposer des limites sur les processus d'intégration financière. La question des déséquilibres et chocs vécus à l'échelle mondiale est, par conséquent, devenue l'une des préoccupations majeures de la macroéconomie internationale.

C'est dans cette perspective que s'est situé notre travail de recherche. Celui-ci consistait, d'une part, à analyser théoriquement la nature de la relation qui existe entre le processus de l'intégration financière et la croissance économique dans un contexte grandissant de globalisation marqué par des crises financières et, à étudier empiriquement l'impact de ce processus sur la croissance des économies de l'Union du Maghreb Arabe (UMA) et sur leur vulnérabilité aux différents chocs financiers extérieurs. Le travail consistait, d'autre part, à évaluer toutes les étapes qu'ont connues les systèmes financiers maghrébins dans leurs évolutions depuis l'intrusion de l'économie de marché dans ces pays entre la fin des années 80 et le début des années 90.

Nous étudions, principalement, dans le premier chapitre les fondements théoriques de base de l'intégration des systèmes financiers. Dans un premier temps, le chapitre s'est attelé à la présentation des systèmes financiers avec leurs différents aspects. L'accent a été mis ensuite sur l'étude des différents concepts de l'intégration des systèmes financiers. De même, nous exposons un survol de littérature théorique sur l'intégration financière.

Le second chapitre s'est focalisé sur l'étude des différentes relations qui peuvent exister entre, d'une part, le développement financier, la libéralisation du compte de capital et l'investissement direct étranger et, d'autre part, la croissance économique. L'attention a été, d'abord, portée sur la présentation de quelques réflexions de base à propos de la croissance économique. Nous avons traité, ensuite, le lien entre le développement financier (qui est considéré comme un facteur fondamental de la libéralisation et de l'intégration financière) et la croissance économique. Enfin, une attention particulière a été accordée à l'identification, sous plusieurs angles, de la relation qui existe entre l'intégration financière et la croissance économique tout en traitant les questions liées à l'investissement direct étranger considéré comme un déterminant important de l'intégration financière et de la croissance des économies en développement.

Le troisième chapitre fait l'objet de l'étude de l'impact des chocs financiers externes sur la croissance des économies en développement. Nous présentons, en premier lieu, un aperçu général sur les différents chocs extérieurs. Ensuite, nous mettons en lumière les différents travaux élaborés dans la littérature théorique concernant le lien entre l'intégration financière et les chocs externes. Ce chapitre présente, également, quelques expériences de l'intégration financière à travers le monde et donne quelques exemples des chocs financiers qu'ont connus différents pays. Nous abordons, enfin, le concept du renforcement de la stabilité financière qui constitue un élément clé du processus d'intégration et, par là même, permet de réduire le degré de vulnérabilité aux chocs financiers externes.

Enfin, nous examinons empiriquement, dans le dernier chapitre, les potentiels effets du projet d'intégration financière sur la croissance des économies du Maghreb, tout en tenant compte des effets des chocs financiers externes. Dans une première section, nous présentons d'une part, un aperçu général sur la croissance économique et les systèmes financiers des pays du Maghreb et, d'autre part, les principales caractéristiques du projet d'intégration financière entre les pays de la région. La deuxième section s'est focalisée, ensuite, sur la détermination des contraintes, opportunités et défis à relever par les économies du Maghreb. Enfin, la dernière section de ce dernier chapitre concerne la partie empirique de cette thèse dans laquelle nous présentons les méthodes d'estimation, le modèle de l'étude et les résultats empiriques obtenus.

★ Principaux résultats

Les principales conclusions auxquelles a abouti ce travail, basé sur l'utilisation d'un modèle autorégressif à seuil multivarié et des fonctions de réponses généralisées, révèlent, comme supposé initialement, que, lorsque certaines conditions économiques et financières particulières -telles que la suppression des distorsions internes existant et l'amélioration du climat des affaires- sont réalisées, l'intégration financière a des effets positifs sur les économies des pays de l'UMA. Les résultats suggèrent également que les chocs financiers extérieurs ont un effet négatif sur le processus d'intégration financière et la croissance des économies maghrébines. Néanmoins, cette vulnérabilité aux chocs sera réduite au cas où ces économies intensifient les transactions financières

et commerciales entre elles dans un cadre d'intégration profonde. De même, à partir de l'estimation d'un modèle autorégressif à seuil multivarié (MVTAR) sur les pays du Maghreb durant la période 1990-2010, l'étude a conclu qu'un changement des niveaux de la variable des taux d'intérêts bancaires (utilisée comme variable de commutation) a un impact limité sur l'économie en question si le changement est en-dessous des niveaux de seuil ; par contre si celui-ci est au-dessus, l'impact sur les variables macroéconomiques et la variation de la croissance du PIB réel des pays de l'étude est plutôt significatif. En somme, sur la base des estimations faites, les résultats montrent qu'une intégration économique plus profonde (réalisée par le biais de la libéralisation des transactions financières et celle des échanges commerciaux, des réformes du climat des investissements, du renforcement de la concurrence et de la compétitivité) peut avoir un impact considérable sur l'activité financière, les échanges commerciaux et le niveau d'attraction des IDE, et par conséquent sur la croissance économique régionale.

En guise de conclusion, il faut reconnaître que la volonté politique de réaliser une intégration économique et financière maghrébine et régionale revêt un caractère crucial étant donné que cette intégration nécessite un engagement fort de la part des pays afin de rationaliser les arrangements existants. Il serait aussi judicieux de coordonner les politiques macroéconomiques en renforçant la surveillance des politiques économiques nationales, notamment par l'adoption de critères de convergence, et en travaillant de manière plus intensive à l'harmonisation des normes et des réglementations. En d'autres termes, les autorités économiques des pays du Maghreb doivent adopter une approche régionale dans des domaines structurels clés tels que, la mise en œuvre des réformes juridiques et réglementaires, l'harmonisation et la réduction des droits de douane, la modernisation et la rationalisation des systèmes de paiement, la réorganisation et le développement du secteur financier, l'incitation à l'investissement, la réforme du système fiscal, la réforme du marché du travail et la mise en place de systèmes communs dans les domaines de l'énergie, de l'électricité, des télécommunications et du transport. Une fois ces réformes mises en place, ces pays peuvent mettre en commun leurs ressources et profiter des ressources institutionnelles et humaines afin d'acquérir davantage de compétences techniques et administratives qu'ils n'auraient pas pu obtenir par eux-mêmes.

En définitive, si l'UMA veut devenir le prochain pôle de croissance en Afrique et être partie prenante au développement de l'économie mondiale, elle a intérêt à relever les défis avec brio et selon un rythme plus accéléré, tout en restant sensible aux problèmes de développement qui lui sont particuliers. La question est de savoir quel est l'itinéraire optimal -soit le plus court, le plus rapide et le mieux adapté- pour y parvenir compte tenu des tensions économiques actuelles accentuées par un ralentissement du volume des échanges mondiaux. Le grand défi est, alors, de diversifier les exportations tant pour les produits de base que pour les biens manufacturés et les services. Cette diversification est nécessaire et incontournable pour les pays de l'UMA s'ils veulent accéder à de nouveaux marchés et de nouveaux segments de produits de meilleure qualité et à plus forte valeur ajoutée. Autrement dit, l'élaboration d'une stratégie de développement visant à promouvoir la diversification économique, les changements structurels et le développement technologique, permettrait de renforcer les capacités productives des pays maghrébins, de réaliser des économies d'échelle et d'améliorer la compétitivité. Elle servirait également de rampe de lancement à la participation effective des économies maghrébines (et africaines de façon générale) à l'économie mondiale. De plus, la régionalisation offre de nouvelles opportunités permettant d'adopter les réformes structurelles nécessaires à l'instauration d'un processus de développement viable. Les politiques d'intégration régionale pourraient, donc, largement contribuer à relever ce défi. Une telle stratégie est décisive pour la réalisation du développement économique du moment qu'elle réduit la vulnérabilité aux chocs externes, crée des possibilités d'apprentissage et aide à promouvoir la croissance économique de la région.

★ Recommandations

Pour réaliser le projet d'intégration économique et financière, s'ouvrir à l'économie mondiale, améliorer les niveaux de croissance et de développement économique et, enfin, afin de récolter les bénéfices et les avantages de la globalisation, il semble urgent, selon nous, que les pouvoirs publics, mais aussi les décideurs financiers (les ministères des finances et les banques centrales) des cinq pays de l'UMA prennent en considération les recommandations proposées ci-après :

- Concrétisation, encore plus, sur le terrain, les textes, lois, règlements et autres dispositifs conçus pour améliorer la situation économique du pays.
- Prise des mesures communes nécessaires pour lutter contre le secteur économique informel.
- Renforcement du rôle de l'intermédiation financière, fonction ayant une place primordiale dans tout le secteur économique, dans les activités bancaires et financières et ce, afin d'améliorer la croissance du secteur réel de l'économie.
- Amélioration du climat d'investissement pour tous les types de capitaux étrangers et domestique et créer les conditions d'un environnement économique sain pour les investisseurs étrangers ;
- Dynamisation du marché financier par la diminution des restrictions imposées sur les transactions des actifs financiers.
- Modernisation et ouverture des systèmes financiers des économies maghrébines sur l'extérieur afin que celles-ci s'adaptent sans tarder aux changements fulgurants que connaît l'économie mondiale ;
- Mise en place d'un réseau d'infrastructures d'accueil viable et fiable de nature à encourager les institutions financières à s'investir dans les différents secteurs économiques ;
- Suppression des entraves multiformes bloquant le rapprochement des pays et ce pour une plus grande confiance mutuelle et un meilleur partage des connaissances et autres informations sur les marchés au-delà des frontières ;
- Incitation à l'élaboration de projets, initiés par les communautés économiques régionales, destinés à lutter contre tous les dysfonctionnements qui freinent l'évolution des marchés régionaux, à l'exemple de l'infrastructure, le transport et la corruption ;
- Perfectionnement des modèles d'interaction et de coordination entre les différents acteurs du système financier ;
- Remise en cause de la politique économique pour une plus grande efficacité du système ;
- Réalisation d'une convergence macroéconomique entre les pays de l'union à travers l'harmonisation des cadres juridiques, réglementaires et de supervision.

★ Propositions pour d'éventuels travaux futurs

Ce modeste travail a tenté d'attirer l'attention, d'une part, sur le processus d'intégration financière et sa relation avec la croissance économique dans les pays du Maghreb et s'est intéressé, d'autre part, à l'impact des chocs financiers extérieurs des économies avancées sur l'activité économique de ces pays. Ce sujet englobant plusieurs thèmes dont la libéralisation, la déréglementation, la modernisation de l'activité financière et l'intégration économique et financière est très vaste ; d'où la nécessité d'entreprendre des recherches approfondies dans ce domaine. Voici à notre humble avis, quelques pistes de recherche :

- Etude des effets de l'intégration des échanges commerciaux sur le taux de change des pays du Maghreb.
- Etude des effets du choc pétrolier sur l'activité économique des pays de la région.
- Etude empirique comparative permettant de mesurer l'impact de l'intégration sur l'évolution des systèmes financiers des pays maghrébin dans le cadre des relations euro-méditerranéennes.

BIBLIOGRAPHIE

BIBLIOGRAPHIE GÉNÉRALE

Ouvrages :

- Andrew A. W. (2006), "The stock markets: between the imperatives of economic transformation and financial liberalization and their requirements of development ", Dar Al-Fikr Al Jamiai, Alexandria, Egypt, pp. 196-195.
- Arrous J. (1999), "Les théories de la croissance", Editions du Seuil, Paris.
- Bellataf M. (2010), "Economie du développement", Office des Publications Universitaires, Alger.
- Boyer R., Dehove M. et Plihon D. (2004), "Les crises financières", La Documentation française, Paris.
- Bourget J., Figliuzzi A. et Zenou Y. (2002), "Monnaies et systèmes monétaires", 9^{ème} Edition, Ed. Bréal, France.
- Caesar R. (1989), "L'influence de l'intégration financière sur la coordination des politiques économiques", *Travaux et Recherches de l'IFRI sur le thème « Europe 1992 : L'intégration financière »*, MASSON Editores, Paris, 1989.
- Comelieu C. (2006), "La croissance ou le progrès : Croissance, décroissance ou développement durable", Editions du Seuil, Février, France.
- De Vauplane H. et Bornet J-P. (1998), "*Droit des marchés financiers*", Editions Litec, Paris.
- Guellec D. et Ralle P. (2003), "Les nouvelles théories de la croissance", 5^{ème} éd., Editions La Découverte, Paris.
- Harris R. I. D. (1995), "Using Cointegration Analysis in Econometric Modeling", Editions Prentice Hall, England.
- Lecaillon J. (1972), "La croissance économique", Éditions CUJAS, Paris.
- Lim D. (1996), "Explaining Economic Growth: A New Analytical Framework", Edward Elgor Publishing, United States.
- Mankiw G. N. (2003), "Macroéconomie", 3^{ème} édition, Ed. De Boeck, Belgique.
- Michel A. (1999), "La globalisation financière", Éditions La Découverte, Collection Repères, Paris.
- Neuhaus M. (2006), "The impact of FDI on economic growth: an analysis for the transition countries of Central and Eastern Europe", Ed. Physica Verlag Heidelberg, Germany.

- Robinson J., Eatwell J. (1981), "L'Economie Moderne", Traduction française par Blotnicas Michel et De Carpentier Hubert, Edition McGraw-Hill, Paris.
- Semedo G., et Villieu P. (1998), "Mondialisation, intégration économique et croissance : nouvelle approche", Edition L'Harmattan, Paris.
- Sid Ahmed A. (1981), "Croissance et Développement : Théorie et politiques", Tome 1, 2^{ème} Ed., Office des Publications Universitaires, Alger.
- Sisi S-D. H. (2002), "Contemporary Economic Issues", Dar Ghreeb for Printing and Publishing, Egypt.
- Stiglitz J. E., Walsh C. E. (2004), "*Principes d'économie moderne*", Traduction française par : Florence Mayer, Edition De Boeck & Larcier, 2ème Ed.

Articles, Rapports et Thèses :

- Abbasi-Nejad H., Motavasseli M. et Mohammadi S. (2004), "Economic Growth as a Nonlinear and Discontinuous Process", *Iranian Economic Review*, Vol. 9, No. 10.
- Adeniyi O., Omisakin O., Egwaikhide F. O., et Oyinlola A. (2012), "Foreign Direct Investment, Economic Growth and Financial Sector Development in Small Open Developing Economies", *Economic Analysis & Policy*, Vol. 42, No. 1, March, pp. 105-127.
- Adler G., and Tovar C. E. (2012), "Riding Global Financial Waves: The Economic Impact of Global Financial Shocks on Emerging Market Economies", *IMF Working Paper*, No. 12/188, July.
- Abdi H. N. (2012), "L'Afrique entre les défis de la mondialisation et l'agenda de l'intégration régionale", *Revue PASSERELLES (Revue africaine pour une nouvelle perspective sur le développement durable)*, Vol. 13, No. 3, Octobre.
- Afonso A., Baxa J. et Slavík M., (2011), "Fiscal Developments and Financial Stress: A Threshold VAR Analysis", *Working Paper Series, Macro-Prudential Research Network (European Central Bank)*, No. 1319, April, pp. 1-60.
- Agelou I., Espérance P. et Letellier P., (1998), "La pensée économique et sociologique par les textes", *Institut Universitaire de Formation des Maîtres de la Réunion*.
- Agénor P-R. (2001), "Benefits and costs of international financial integration: theory and facts", *Policy Research Working Paper*, No. 2699, The World Bank, October, pp 01-62.
- Aghion P., Bacchetta P., et Banerjee A. (2004), "Financial development and the instability of open economies", *Journal of Monetary Economics*, No. 51, pp. 1077-1106.

- Agrawal G., et Khan M. A. (2011), "Impact of FDI on GDP Growth: A Panel Data Study", *European Journal of Scientific Research*, Vol. 57, No. 2, pp. 257-264.
- Aitken B. J., et Harrison A. E. (1999), "Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela", *The American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, June, pp. 605-618.
- Aizenman J. et Pinto B. (2011), "Managing Financial Integration and Capital Mobility: Policy lessons from the past two decades", *Policy Research Working Paper*, No. 5786, The World Bank.
- Akhtar S., and Rouis M. (2010), "Economic Integration in MENA: the GCC, the Maghreb, and the Mashrek", *The MENA Quick Notes Series*, No. 33, October.
- Alaya M., Nicet-Chenaf N., et Rougier E. (2007), "Politique d'attractivité des IDE et dynamique de croissance et de convergence dans les Pays du Sud Est de la Méditerranée", *Cahiers du GREThA*, No. 2007-06, Juin.
- Alessandrini S. (2010), "Financial integration in the four Basins: a quantitative comparison", *MPRA Working Paper*, N° 26080, July.
- Alfaro L. (2003), "Foreign Direct Investment and Growth: Does the Sector Matter?", *Working Paper*, Harvard Business School, April.
- Alfaro L., Chanda A., Kalemli-Ozcan S., et Sayek S. (2006), "How Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth? Exploring the Effects of Financial Markets on Linkages", *NBER Working Paper*, No. 12522, September.
- Allegret J-P., Ayadi M. et Haouaoui L. (2007), "Volatilité des chocs et degré de flexibilité du taux de change", *PANOECOMICUS*, No. 3, pp. 271-301.
- Allegret J-P., et Benkhodja M. T. (2011), "External Shocks and Monetary Policy in a Small Open Oil Exporting Economy", *EconomiX Working Paper*, No. 2011-39, September.
- Allegret J-P., Couharde C., and Guillaumin C. (2012), "The Impact of External Shocks in East Asia: Lessons from a Structural VAR Model with Block Exogeneity", *EconomiX Working Paper*, No. 2012-01.
- Amable B., Chatelin J. B. (1995), "Systèmes financiers et croissance : les effets du court-termisme", *Revue Economique*, Vol. 46, No. 3.
- Amaira B. (2006), "Les conditions préalables à la réussite des réformes financières au sein des pays émergents", *23èmes Journées d'Economie Monétaire et Bancaire*, Lille, 22 et 23 juin.
- Amaira B. (2007), "La théorie originelle de McKinnon-Shaw : Vérification empirique des hypothèses néolibérales pour les pays du Maghreb arabe", *24èmes Journées d'Economie Monétaire et Bancaire* Rennes, 14 et 15 juin.

- Anwar S., et Nguyen L. (2010), "Foreign direct investment and economic growth in Vietnam", *Asia Pacific Business Review*, Vol. 16, No. 1-2, January-April, pp. 183-202.
- Arbeláez M. A. et Echavarría J. J. (2002), "Credit, Financial Liberalization and Manufacturing Investment in Colombia", *Inter-American Development Bank*, August.
- Ayadi O. F., Adegbite E. O. et Ayadi F. .S. (2008), "Structural Adjustment, Financial Sector Development and Economic Prosperity in Nigeria", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 15.
- Baharumshah A., et Thanoon M. (2006), "Foreign capital flows and economic growth in East Asian countries", *China Economic Review*, Vol. 17, Issue 1, January, pp. 70-83.
- Balamurali N., et Bogahawatte C. (2004), "Foreign Direct Investment and Economic Growth in Sri Lanka", *Sri Lankan Journal of Agricultural Economics*, Vol. 6, No. 1, pp. 37-50.
- Baltagi B. H., Demetriades P. O., et Law S. H. (2009), "Financial development and openness: Evidence from panel data", *Journal of Development Economics*, No. 89, pp 285-296.
- Barro R. J. (1991), "Economic Growth in a Cross Section of Countries", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 2, May, pp. 407-443.
- Barro R. J. (1996), "Determinants of economic growth: a cross-country empirical study", *NBER Working Paper Series*, No. 5698, August.
- Basu A. and Srinivasan K. (2002), "Foreign Direct Investment in Africa-Some Case Studies", *IMF Working Paper*, No. 02/61, March.
- Bencivenga, V and Smith, D. (1991), "Financial intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic studies*, Vol. 58, No. 2.
- Ben Gamra S. et Clévenot M. (2006), "Libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents : la prégnance du rôle des institutions", *CEPN CNRS Working paper*, Université Paris 13, No. 08.
- Benhabib A., Benamar A., and Maliki S. (2010), "The Optimal Currency Area and the GCC (Gulf Council Countries): Is there a feasibility?", Presented at the Second Research Conference on Empirical Issues in International Trade and Finance, Indian Institute of Foreign Trade, New Delhi, December.
- Ben Marzouka T. (2008), "Cours d'Economie Internationale", Institut de Financement du Développement du Maghreb Arabe, 26^{ème} Promotion.

- Bernanke B. S., Gertler M., et Watson M., (1997), "Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1997, No. 1, pp. 91-157.
- Bernou N., et Grondin M. (2001), "Réconciliation entre libéralisation financière et croissance économique dans un système fondé sur la banque", *Centre National de la Recherche Scientifique*, Université Lumière Lyon 2, *Working Paper*, No. 01-12.
- Bhandari R., Dhakal D., Pradhan G., et Upadhyaya K. (2007), "Foreign Aid, FDI and Economic Growth in East European Countries", *Economics Bulletin*, Vol. 6, No. 13, April, pp. 1-9.
- Blomström M. et Kokko A. (1997), "How Foreign Investment Affects Host Countries", *Policy Working Paper Series*, No 1745, March, 44 pages.
- Bosworth B. P., Collins S. M., et Reinhart C. M. (1999), "Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1999, No. 1, pp. 143-180.
- Borensztein E., De Gregorio J., et Lee J-W. (1998), "How does foreign direct investment affect economic growth?", *Journal of International Economics*, No. 45, pp. 115-135.
- Brezigar-Masten A., Coricelli F., and Masten I. (2008), "Non-linear growth effects of financial development: Does financial integration matter?", *Journal of International Money and Finance*, No. 27, pp. 295-313.
- Briggs I. (2012), "Jalons vers la zone de libre-échange continentale africaine : examen du plan d'action et de la feuille de route", *Revue PASSERELLES (Revue africaine pour une nouvelle perspective sur le développement durable)*, Vol. 13, No. 3, Octobre.
- Brockmeijer J., Marston D., and Ostry J. D. (2012), "Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows", *IMF Working Papers*, March.
- Buiter W., and Taci A. (2003), "Capital account liberalization and financial sector development in transition countries", in Age F. P. Bakker and Bryan Chapple, eds., *Capital Liberalization in Transition Countries: Lessons from the Past and for the Future*, Edward Elgar, Cheltenham, UK.
- Burkett, P. et Dutt, A. K. (1991), "Interest Rate Policy, Effective Demand, and Growth in LDC's", *International Review of Applied Economics*, Vol. 5, No. 2.
- Caprio G., and Honohan P. (1999), "Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, (Fall 1999), pp. 43-64.

- Chakraborty C., et Basu P. (2002), "Foreign direct investment and growth in India: A cointegration approach", *Applied Economics*, Vol. 34, Issue 9, pp. 1061-1073.
- Chant J. (2003), "Financial Stability As a Policy Goal" in *Essays on Financial Stability Report*, by Chant J., Lai A., Illing M., and Daniel F., *Technical Report No. 95*, Bank of Canada, September.
- Chen, E. K.Y. (1992), "Changing Pattern of Financial Flows in the Asia-Pacific Region and Policy Responses", *Asian Development Review*, Vol. 10, No 2, pp. 46-85.
- Chinn M. D., et Ito H. (2002), "Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence", *NBER Working Paper Series*, No. 8967, June.
- Cho, Y. J. (1986), "Inefficiencies from Financial liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 18, No2.
- Christopoulos D. K. et Tsionas E. G. (2003), "Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests", *Journal of Development Economics*, No. 73, pp. 55-74.
- Crockett A. (1997), "The Theory and Practice of Financial Stability", *Essays in International Finance (Publication)*, No. 203, April.
- Corsetti G., Pesenti P., and Roubini N., (1998), "Paper tigers? A model of the Asian crisis", *NBER Working Paper Series*, No. 6783, November.
- Daianu D. and Vranceanu R. (2002), "Opening the Capital Account of Transition Economies: How Much and How Fast", *William Davidson Institute Working Paper*, No. 511, September.
- Darrat A. F., and Pennathur A. (2002), "Are the Arab Maghreb countries really integratable: Some evidence from the cointegrated systems", *Review of Financial Economics*, No. 11, pp. 79-90.
- Davies R. B., (1977), "Hypothesis testing when a nuisance parameter is present only under the alternative", *Biometrika*, Vol. 64, No. 2, pp. 247-254.
- De Gregorio J. (1993), "Inflation, Taxation and Long-Run Growth", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 31, No. 3, p 293.
- De Gregorio J. (1999), "Financial integration, financial development and economic growth", *Estudios de Economía*, Vol. 26, No. 2, December.
- Demirgüç-Kunt A. et Detragiache E. (1998), "Financial Liberalization and Financial Fragility", *IMF Working Paper*, March.

- Demirgüç-Kunt A., et Detragiache E. (1998), "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries", *IMF Staff Papers*, Vol. 45, No. 1, March, pp. 81-109.
- Demirgüç-Kunt A. et Levine R. (2008), "Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth", *The World Bank Working Paper*, No. 11.
- Dess S. (1998), "Foreign Direct Investment in China: Determinants and Effects", *Economics of Planning*, Vol. 31, No 2, pp. 175-194.
- Deutsche Bundesbank Report (2003), "Stability of the German Financial System", *Monthly Report*, Frankfurt, December.
- Diamond D. W. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, July, Vol. 51, No. 3, p 393.
- Diaz-Alejandro C. (1985), "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, No. 19, North-Holland, pp. 01-24.
- Dickey D. A., and Fuller W. A., (1981), "Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root", *Econometrica*, Vol. 49, No. 4, July, pp. 1057-1072.
- Dincer N., Kandil M., et Trabelsi M., (2011), "On Capital Flows and Macroeconomic Performance: Evidence Before and After the Financial Crisis in Turkey", Presented at *ERF 17th Annual Conference* in Turkey, 20th-22th March, pp. 1-26.
- Doligez F. (2004), "Comment concevoir et apprécier L'impact dans le domaine de la microfinance ?", *IRAM-F3E*, juin.
- Dornbush R. et Reynoso A. (1989), "Financial Factors in Economic Development", *American Economic Review*, Vol. 79, No. 2.
- Dueker M. J., Psaradakis Z., Sola M., and Spagnolo F. (2007), "Multivariate Contemporaneous Threshold Autoregressive Models", *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series*, No. 2007-019A.
- Edison H. J., Levine R., Ricci L. et Slok T. (2002), "International financial integration and economic growth", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 2, No. 6, pp. 749-776.
- Edwards S. (1983), "The Order of Liberalization of the Current and Capital Accounts of the Balance of Payments", *NBER Working Paper*, No. 328, September.
- Edwards S. (2009), "Sequencing of reforms, financial globalization, and macroeconomic vulnerability", *Journal of the Japanese and International Economies*, Elsevier, Vol. 23, No. 2, June, pp. 131-148.
- Eichengreen B. (2001), "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?", *The World Bank Economic Review*, Vol. 15, No. 3, pp. 341-365.

- Eichengreen B., et Mussa M. (1998), "Capital Account Liberalization and the IMF", *Finance and Development Magazine*, IMF, Vol. 35, N. 4, December, pp. 15-19.
- Eichengreen B., Mussa M., Dell'Ariccia G., Detragiache E., Milesi-Ferretti G. M. et Tweedie A (1999), "Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues", *IMF Economic Issue*, No.17, February.
- Eicher T. S., et Turnovsky S. J. (1999), "International Capital Markets and Non-Scale Growth", *Review of International Economics*, Vol. 7, No. 2, May, pp. 171-188.
- Eggoh C. J. (2008), "Développement Financier, Instabilité Financière et Croissance Economique : Un Réexamen de la Relation", Colloque du GDR CNRS 2989 « Economie du développement et de la transition », juillet.
- Ersel H. (2010), "Vulnerability to External Financial Shocks: the Case of Turkey", *ERF Working Paper*, No. 520, May.
- European Financial Integration Report (2009), "European Financial Integration", *Commission Staff Working Document*, Brussels, December.
- Feldstein M., et Horioka C. (1980), "Domestic Saving and International Capital Flows", *The Economic Journal*, Vol. 90, pp. 314-329.
- FitzGerald V. (2006), "Financial Development and Economic Growth: A Critical View", *World Economic and Social Survey*, March.
- Flandreau M., et Riviere C. (1999), "La Grande `RETRANSFORMATION´ ? Contrôle de Capitaux et Intégration Financière Internationale, 1880-1996", *Revue du CEPII « Economie Internationale »*, No. 78, La Documentation Française.
- Fouquau J. (2008), "Modèles à changements de régimes et données de panel : de la non-linéarité à l'hétérogénéité", Thèse de Doctorat dirigée par Ben Salem M. et Hurlin C., Université d'Orléans (France).
- Furman J., Stiglitz J. E., Bosworth B. P., et Radelet S., (1998), "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1998, No. 2, pp. 1-135.
- Fry M. J., (1997), "In favour of financial liberalization", *The Economic Journal*, Vol. 107, No. 442, May.
- Galindo A. J., Izquierdo A, et Rojas-Suarez L (2009), "Financial Integration and Foreign Banks in Latin America: How do they Impact the Transmission of External Financial Shocks?", *IDB working paper series*, No. 116, January, pp 5-37.
- Galvao A. B. C. (2003), "Multivariate Threshold Models: TVARs and TVECMs", *Brazilian Review of Econometrics*, Vol. 23, No. 1, May, pp. 143-180.

- Glick R., et Hutchinson M. (1999), "Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?", *Pacific Basin Working Paper Series*, No. PB99-07, Federal Reserve Bank of San Francisco, December.
- Goggin J., Holton S., Kelly J., Lydon R. and McQuinn K. (2012), "The financial crisis and the pricing of interest rates in the Irish mortgage market: 2003-2011", *Research Technical Paper*, No. 1/RT/12.
- Görg H., et Greenaway D. (2004), "Much Ado about Nothing? Do Domestic Firms Really Benefit from Foreign Direct Investment?", *The World Bank Research Observer*, Vol. 19, No. 2, pp 171-197.
- Gourinchas P-O, Jeane O. (2006), "The Elusive Gains from International Financial Integration", *Review of Economic Studies*, No. 73, pp. 715-741.
- Granger C.W.J. et Newbold P. (1973), "Spurious Regressions in Econometrics", *Journal of Econometrics*, Vol. 2, pp. 111-120.
- Grilli V., et Milesi-Ferretti G. M. (1995), "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls", *IMF Working Paper*, No. 95/31, March.
- Gubler M. (2012), "Carry Trade Activities: A Multivariate Threshold Model Analysis", Chapter in «*Four Essays in Macroeconomic Modeling of Exchange Rates, Interest Rates and Commodity Prices*», Doctoral Dissertation in Economics, University of Basle, Switzerland, April, pp. 5-45.
- Guibert M. (2007), "Amérique Latine, intégration régionale et mondialisation", *Document de Travail*, No. 1054, Janvier. Disponible sur le site web : http://www.cafegeo.net/article.php3?id_article=1054.
- Guillaumont J. S. et Kangni K. R. (2004), "Développement financier, instabilité financière, croissance et pauvreté", 6^{èmes} *Journées Scientifiques du réseau « Analyse économique et développement »*, Marrakech, 4 Mars.
- Güryay E., Şafakli O. V. et Tüzel B. (2007), "Financial Development and Economic Growth: Evidence from Northern Cyprus", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 8.
- Helpman E. (2006), "Trade, FDI, and the Organization of Firms", *Journal of Economic Literature*, Vol. XLIV, September, pp. 589-630.
- Hamilton J. D., (1983), "Oil and the Macroeconomy Since World War II", *The Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 2, April, pp. 228-248.
- Hermes N. et Lensink R. (2003), "Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth", *The Journal of Development Studies*, Vol. 38.

- Honohan P. (1997), "Banking system failures in developing and transition countries: Diagnosis and prediction", *Bank for International Settlements Working Papers*, No. 39, January.
- Hooker M. A. (1999), "Oil and the Macroeconomy Revisited", *FEDS Working Paper*, No. 99-43, August.
- Huang B-N. (2008), "Factors Affecting an Economy's Tolerance and Delay of Response to the Impact of a Positive Oil Price Shock", *The Energy Journal*, Vol. 29, No. 4, pp. 1-34.
- Huang Y., et Guo F. (2006), "Is currency union a feasible option in East Asia? A multivariate structural VAR approach", *Research in International Business and Finance*, No. 20, pp. 77-94.
- Huang B-N., Hung K., Lee C-H., and Yang C-W. (2012), "Dynamic Interactions between Institutional Investors and the Taiwan Stock Exchange Corporation: One-regime and Threshold VAR Models", Paper presented at *The 20th Annual Conference on Pacific Basin Finance, Economics, Accounting, and Management*, September 8th-9th, Rutgers University, USA.
- Hufbauer G. C., and Claire B. (2008), "Maghreb Regional and Global Integration: A Dream to be Fulfilled", *Policy Analyses in International Economics*, No. 86, Peterson Institute for International Economics, October.
- Illing M. (2003), "A Review of Notable Financial-Stress Events" in *Essays on Financial Stability Report*, by Chant J., Lai A., Illing M., and Daniel F., *Technical Report No. 95*, Bank of Canada, September, pp. 61-88.
- Ito H., and Chinn M. D. (2012), "Notes on the Chinn-Ito Financial Openness Index, 2010 Update", March, available at http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.html.
- James H. (1999), "La libéralisation pourrait-elle faire marche arrière ?", *Revue Finance & Développement*, No. 36, Décembre.
- Joudi M., "Bourse des valeurs et marché financier", Cours EA 202, 2005/2006.
- Kaminsky G., et Reinhart C. (1999), "The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems", *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, June, pp. 473-500.
- Kazi I. A., Wagan H., and Akbar F. (2012), "The changing international transmission of us monetary policy shocks: is there evidence of contagion effect on OECD countries", *EconomiX Working Paper*, No. 2012-27.
- Khan M. et Senhadji A. (2000), "Financial development and economic growth: an overview", *IMF Working Paper*, No. 00/209, December.

- Kinda T. (2006), "Les déterminants des flux de capitaux privés dans l'UMOA : une approche sur données de panel", Published in *Revue de la Stabilité Financière dans l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine*, Vol. 2, June, pp. 41-68.
- King R. G. et Levine R. (1993a), "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", *The World Bank Working Papers*, No. 1083.
- King R. G. et Levine R. (1993c), "Finance, entrepreneurship, and growth: theory and evidence", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, No. 3.
- Klein M., et Olivei G. (1999), "Capital account liberalization, financial depth, and economic growth", *Working Papers of Federal Reserve Bank of Boston*, No. 99-6, August.
- Klein M., et Olivei G. (2005), "Capital account liberalization, financial depth, and economic growth", *NBER Working Paper*, No. 7384, November.
- Kohpaiboon A. (2003), "Foreign Trade Regime and FDI-Growth Nexus: A Case Study of Thailand", *Journal of Development Studies*, Vol. 40, No. 2, pp. 55-69.
- Koop G., Pesaran M. H., and Potter S. M. (1996), "Impulse Response Analysis in Nonlinear Multivariate Models", *Journal of Econometrics*, No. 74, pp. 119-47.
- Kose M. A., Prasad E., Rogoff K., et Wei S-J. (2006), "Financial Globalization: A Reappraisal", *IMF Working Paper*, No. 06/189, August, pp. 92.
- Kose M. A., Prasad E., Rogoff K., et Wei S-J. (2009), "Financial Globalization and Economic Policies", *IZA Discussion Paper*, No. 4037, February.
- Kose M. A., Prasad E., and Terrones M. E. (2003), "Financial Integration and Macroeconomic Volatility", *IMF Working Paper*, No. 03/50, March.
- Kpodar K. (2003), "Le développement financier et la croissance: L'Afrique subsaharienne est-elle marginalisée?", *CERDI*, Université d'Auvergne, Septembre.
- Kpodar K. (2006), "Développement financier, instabilité financière et croissance économique : implication pour la réduction de la pauvreté", Thèse de Doctorat en sciences économiques, sous la direction de Guillaumont Jeanneney Sylviane, Université d'Auvergne.
- Kravis I. B. et Lipsey R. E. (1980), "The Location of Oversea Production and Production for Export by U.S. Multinational Firm", *NBER Working Paper*, No. 1482, June.
- Kuznets S. (1967), "Population and Economic Growth", *The American Philosophical Society*, Vol. 111, No. 3, June.
- Kuznets S. (1973), "Modern economic growth: findings and reflections", *the American Economic Review*, Vol. 63, No. 3, June.

- Lafi M. (2009), "Stratégie horizontale, stratégie verticale et modèle « KC » des firmes multinationales : une revue théorique et empirique", *Les Cahiers du CEDIMES*, Vol. 3, N. 1, pp. 67-82.
- Lane P. R. and Milesi-Ferretti G. M. (2003), " International Financial Integration", *IMF Staff Papers*, Vol. 50, IMF Third Annual Research Conference, pp. 82-113.
- Lane P. R., and Milesi-Ferretti G. M. (2007), "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", *Journal of International Economics*, Vol. 73, No. 2, pp. 223-250.
- Levine R. (1996), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *The World Bank Policy Research Working paper*, No. 1678, October.
- Levine R. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic literature*, Vol. 35, No. 2, pp. 688-726.
- Lindgren C-J., Garcia G., M. E. Saal, (1996), "Bank soundness and macroeconomic policy", *International Monetary Fund*, Washington.
- Loungani P., et Razin A. (2001), "L'investissement direct étranger est-il bénéfique aux pays en développement", *Finances et Développement*, Juin.
- Manganelli, S., and Popov, A. (2010), "Financial markets, diversification, and allocative efficiency: International evidence", *ECB Working paper*.
- Martinez L. Poli A., Cheklat K., Ben Maimoun H., Rendon M., Ammor F., (2008), "Le Maroc, l'Union du Maghreb Arabe et l'intégration régionale", *EuroMeSCo Paper*, No. 67, Mai.
- Markusen J., R. (1995), "The Boundaries of Multinational Enterprises and the Theory of International Trade", *Journal of Economic Perspective*, Vol. 9, N. 2, pp. 169-189.
- Maruping M. (2005), "Challenges for Regional Integration in Sub-Saharan Africa: Macroeconomic Convergence and Monetary Coordination", *The National, Regional and International Challenges Fondad, The Hague*, December.
- Masson P. (2001), "Globalization: Facts and Figures", *IMF Policy Discussion Paper*, No. 01/4, October.
- McKinnon R. I. (1991), "Financial Control in the Transition from Classical Socialism to a Market Economy", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5, No. 4, (Autumn, 1991).
- McKinnon R., et Pill H. (1997), "Credible economic liberalizations and over-borrowing", *American Economic Review*, Vol. 87, No. 2, pp. 189-193.
- Menaguer N. (2010), "La demande de Monnaie en Algérie", Thèse de Doctorat en sciences économiques, dirigée par : Pr. Benhabib A., Université de Tlemcen.

- Miotti L. et Plihon D. (2000), "Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires", Travail présenté au colloque : « Mondialisation économique et gouvernement des sociétés : L'Amérique latine, un laboratoire ? » Paris, 7-8 juin.
- Mokhtari F. (2009), "Croissance endogène dans une économie en développement et en transition : Essai de modélisation, cas de l'Algérie", Thèse de doctorat en sciences économiques, sous la direction du : Pr. Belmokadem Mostefa, Université de Tlemcen, Algérie.
- Mosad Z. (1998), "Globalization and economic integration among Arab countries", Presented at *The fourth Nordic conference on Middle Eastern Studies: "The Middle East in globalizing world"*, Oslo, 13th-16th August.
- Mougani G. (2006), "Intégration financière internationale, incidences macro-économiques et volatilité des flux de capitaux extérieurs-une analyse empirique dans le CEMAC", *Document de Recherche, Laboratoire d'Economie d'Orléans*, No. 2006-07.
- Mougani G. (2012), "Financial Globalization and International Financial Integration: Analysis of Impact of Financial Integration on Economic Activity, Trade Openness and Macroeconomic Volatility", *African Development Bank Group*, December.
- Mundell R. A. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4, September, pp. 657-665.
- Naamane A. (2003), "Les indicateurs d'alerte des crises financières : construction et application aux économies émergentes", *Centre d'analyse théorique et de traitement des données économiques*.
- Ng T. H. (2002), "Should the Southeast Asian Countries form a Currency Union?" *The Developing Economies*, XL-2, June, pp. 113-34.
- Nicoletti G., Golub S., Hajkova D., Mirza D., et Yoo. K-Y (2003), "Policies and International Integration: Influences on Trade and Foreign Direct Investment", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 359.
- OECD (1996), "OECD Detailed Benchmark Definition of Foreign Direct Investment", third edition, Disponible à : <http://www.oecd.org/investment/investmentpolicy/2090148.pdf>.
- Obstfeld M. (1998), "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", *NBER Working Paper*, No. 6559, May.
- Ogutcu M. (2002), "Foreign Direct Investment and Regional Development: Sharing experiences from Brazil, China, Russia and Turkey", *OECD Working Paper*, No 38.

- Onyeiwu S. (2003), "Analysis of FDI Flows to Developing Countries: Is the MENA Region Different?", Paper presented at *the 10th ERF Conference*, Marrakech, December.
- Phillips P. C. B., and Perron P., (1988), "Testing for a Unit Root in Time Series Regression", *Biometrika*, Vol. 75, No. 2, June, pp. 335-346.
- Pill H. et Pradhan M. (1997), "Financial Liberalization in Africa and Asia", *Finance & Development*, June.
- Plihon L. et Miotti D. (2001), "Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires", *Revue d'Economie Internationale*, No. 85
- Pollin J-P. et Jacquet P. (2008), "Systèmes financiers et croissance", Séminaire de Diversité des Systèmes Financiers Croissance, *MACROFI*, 22-23 Mai.
- Potts T. B. (2012), "A threshold VAR model of the propagation of U.S. financial stress to production and employment", *Journal of Academy of Business and Economics*, Vol. 12, Issue 5, May.
- Quinn D. (1997), "The Correlates of Changes in International Financial Regulation", *American Political Science Review*, Vol. 91, pp. 531-551.
- Rancière R., Tornell A. et Westermann F. (2006), "Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30, August, pp. 3331-3348.
- Rancière R., Tornell A., et Westermann F. (2008), "Systemic Crises and Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, Vol. 123, No. 1, pp. 359-406.
- Rapport de la Commission de l'Union africaine (2011), "Etat de l'intégration en Afrique", Commission de l'Union Africaine, Juillet.
- Rapport de la Banque Africaine de Développement (2009), "L'effet de la crise financière mondiale sur l'Afrique", *ADB Working Papers Series*, No. 96, March, Tunisia.
- Rapport de la Banque Africaine de Développement (2010), "Intégration du système financier dans trois régions d'Afrique", la Banque Africaine de Développement, Tunis.
- Rapport de la Commission économique pour l'Afrique (2012), "État de l'intégration régionale en Afrique V: Vers une zone de libre-échange continentale africaine", Commission économique pour l'Afrique, Addis-Abeba, Juin.
- Rapport du Haut Commissariat au Plan (2005), "Les sources de la croissance économique au Maroc", Maroc, Septembre.

- Rapport trimestriel de la Banque des Règlements Internationaux, (2003), "Flux financiers dans l'Est asiatique depuis la crise de 1997", *BRI*, Juin, pp. 43-58.
- Reggad S. (2008), "Foreign Direct Investment: The Growth Engine to Algeria", *Korea Review of International Studies*, Vol. 11, No. 1, pp. 79-98.
- Reinhart C. et Kaminski G., (1999), "The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems", *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, June.
- Report prepared for the Government of Egypt Ministry of Trade and Supply (1998), "EGYPT: Strategy for Regional Economic Integration", *Development Economic Policy Reform Analysis Project*, September.
- Rodrik D. (1998), "Who Needs Capital-Account Convertibility?" in Peter Kenen (ed), *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? Essays in International Finance* no. 207, Princeton: Princeton University Press (May), pp 55-65.
- Rogmans T. J. (2011), "The determinants of Foreign Direct Investment in the Middle East North Africa Region", PhD thesis, Supervised by Prof. Dr. Ebber H.A., Nyenrode Business University, November.
- Roubini N. et Sala-i-Martin X., (1995), "A growth model of inflation, tax evasion, and financial repression", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 35.
- Rousseau P. L. (2002), "Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth", *NBER Working Paper*, No. 9333, November.
- Russo M., and Ugolini P. (2008), "Financial Sector Challenges in Africa's Emerging Markets", *Emerging Market Forum, EMF paper series*.
- Saint Paul, G (1992), "Technological choice, Financial Markets and Economic Development", *European Economic Review*, May, Vol. 36, No. 4.
- Saving J. L. (2006), "Integration and Globalization: the European Bellwether", *Economic Letter*, Federal Reserve Bank of Dallas, Vol. 1, No. 5, May.
- Schaub M. (2009), "Les accords commerciaux préférentiels dans la pratique : les défis posés par leur mise en œuvre", *La Vie économique Revue de politique économique*, No. 10-2009, pp. 16-19.
- Schinasi G. J., (2004), "Defining Financial Stability", *IMF Working Paper*, No 04/187, October, pp 8-10.
- Schularick M. et Steger T. M. (2006), "Does Financial Integration Spur Economic Growth? New Evidence From The First Era of Financial Globalization", *CESIFO Working Paper*, No. 1691, March.
- Stiglitz, J. (1985), "Credit markets and the control of capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 17, No. 2, May, pp. 133-152.

- Stiglitz, J. E., Jaramillo-Vallejo J. et Park Y. C. (1993), "The Role of the State in Financial Markets", *World Bank Research Observer*, Annual Conference on Development Economics Supplement.
- Tahari A., Brenner P., De Vrijer E., Moretti M., Senhadji A., Sensenbrenner A., and Solé J. (2007), "Financial Sector Reforms and Prospects for Financial Integration in Maghreb Countries", *IMF Working Paper*, WP/07/125, May.
- The World Bank Report (2006), "Is There A New Vision For Maghreb Economic Integration?", Report elaborated by Casero P.A. and Seshan G. , Volume I, No. 38359, November, pp. 1-93.
- The World Bank Report (2010), "Economic Integration in the Maghreb", World Bank Middle East and North Africa Region, October.
- Tiphaine L. (2008), "Intégration économique des pays d'Afrique de l'Ouest", *Document de Travail de la Commission Européenne*, Mai.
- Tiwari A. et Mutascu M. (2010), "Economic growth and and FDI in ASIA: A panel data approach", MPRA Paper No. 28172, December.
- Tornell A., Westermann F., et Martínez L. (2003), "Liberalization, Growth, and Financial Crises: Lessons from Mexico and the Developing World", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2003, No. 2.
- Turunç G. (1999), "Développement du secteur financier et la croissance économique : le cas des pays émergents méditerranéens sur la période 1990-1995", *Revue Région et Développement*, No. 10-1999.
- UNCTAD (2009), "World Investment Report 2009: Transnational Corporations, Agricultural Production and Development", *United Nations Conference on Trade and Development*, New York and Geneva.
- Venet B. (1996), "Libéralisation financière et développement économique : une revue critique de la littérature", *CREFED-CERPEM*, Université Paris IX Dauphine.
- Venet B. (2000), "Les approches théoriques de la libéralisation financière", Octobre, Disponible sur le site web : www.dauphine.fr/eurisco/eur_wp/Nice2.pdf, Consulté le 12/07/2010.
- Williamson J., and Molly M. (1998), "A Survey of Financial Liberalization", *Essay in International Finance*, No. 211, Princeton University, November, pp. 01-84.
- Willink N. (2002), "Central Banks as Guardians of Financial stability", Presented at the seminar «Current issues in central banking », Central Bank of Aruba, Oranjestad, November.

- Won Y., Hsiao F., et Yang D. (2008), "FDI Inflows, Exports and Economic Growth in First and Second Generation ANIEs: Panel Data Causality Analyses", *KIEP Working Paper*, No. 08-02, April, pp. 11-86.
- Zenasni S. et Benhabib A. (2011), "Les effets de l'intégration financière sur la croissance économique ; réalité et défis pour les pays du Maghreb", *Algerian Review of Financial and Banking Studies*, Vol. 1, No. 2.
- Zenasni S. and Benhabib A. (2012), "Capital Account Liberalization and Economic Growth in Developing Economies: An Empirical Investigation", *Working Papers on Global Financial Markets*, No. 40, November.
- Zenasni S. et Benhabib A. (2013), "The effects of external shocks on financial integration project in Maghreb countries", *33rd Annual Meeting of the Middle East Economic Association (MEEA)*, San Diego University, January.
- Zenasni S. and Benhabib A. (2013), "The Determinants of Foreign Direct Investment and Their Impact on Growth: Panel Data Analysis for AMU Countries", *International Journal of Innovation and Applied Studies*, Vol. 2 No. 3 March, pp. 300-313.
- Zenasni S. et Benhabib A. (2013), "Foreign Direct Investment, Financial Integration, and Growth: Panel Data Analysis for North African Countries", *The 12th Annual GEP Postgraduate Conference 2013*, University of Nottingham, United Kingdom, March.
- Zenasni S. et Benhabib A. (2013), "L'impact des chocs financiers externes sur l'économie algérienne : analyse empirique", *9^{èmes} Journées Scientifiques et Techniques (JST9)*, Centre des Conventions d'Oran (CCO), Avril.

Sites web :

- Accord de Libre-Echange Nord-Américain, "Rapport sur l'ALENA", Consulté le 11/02/2013, <http://www.nafta-sec-alena.org/fr/view.aspx?conID=590&mtpiID=122>.
- Southern African Development Community, "SADC Objectives", Consulté le 11/02/2013, <http://www.sommetjohannesburg.org/institutions/frame-sadc.html>
- The Association of Southeast Asian Nations, "Overview of ASEAN", Consulté le 08/02/2013, <http://www.asean.org/asean/about-asean>.
- Union du Maghreb Arabe, consulté le 12/11/2011, <http://www.maghrebarabe.org/fr/uma.cfm>.
- Union Economique et Monétaire Ouest Africaine, "Historique de l'UEMOA", Consulté le 08/02/2013, http://www.uemoa.int/Pages/UEMOA/L_UEMOA/Historique.aspx

ANNEXES

Annexes

Annexe A.1 : Travaux de King et Levine (1993)

L'équation de base de la fonction de croissance du PIB de *King et Levine (1993b)* se présente comme suit :

$$Gy = \alpha_0 + \alpha_1 \log(Y_i) + \alpha_2 H + \alpha_3 (M3Y) + \alpha_4 (Ps) + \alpha_5 (IY) + \alpha_6 (GY) + \alpha_7 (MPXY) + \alpha_8 (INF) + \varepsilon$$

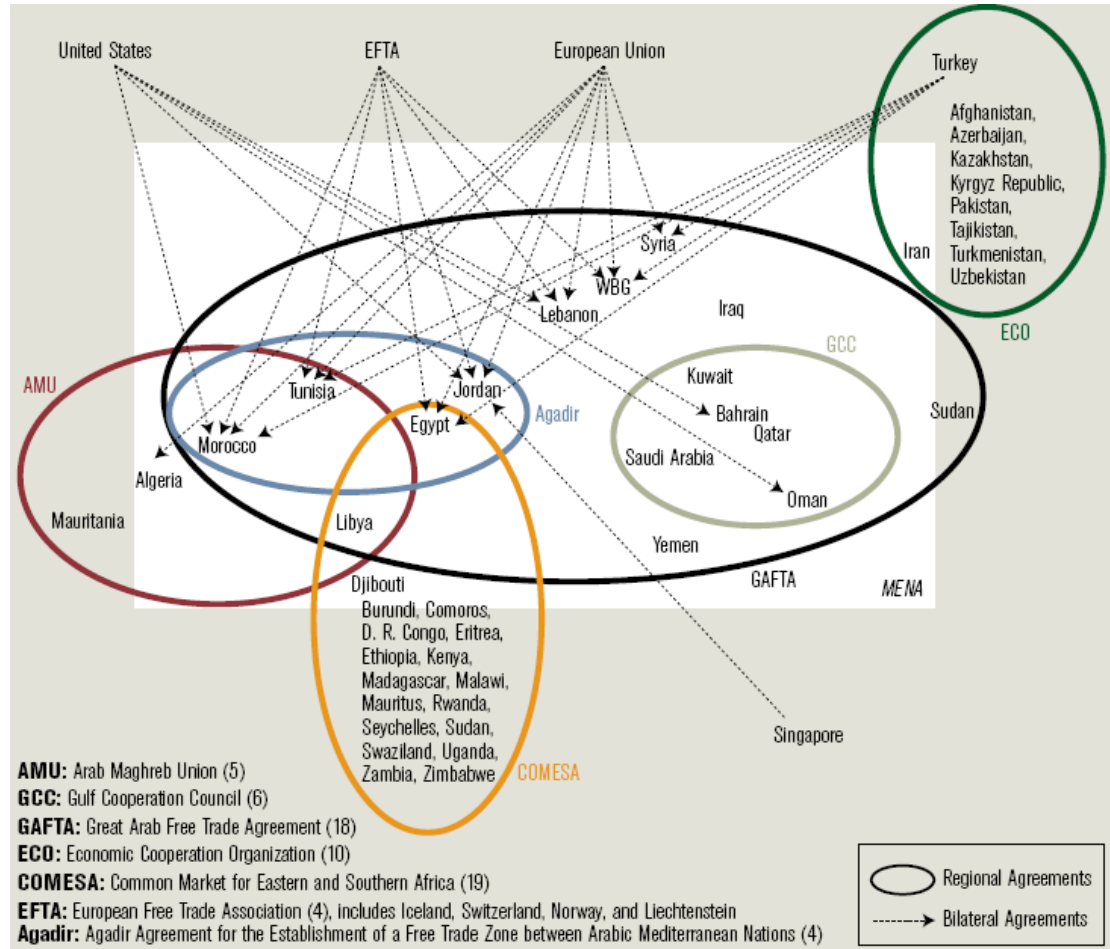
Où :

- Gy désigne le taux de croissance du PIB réel par tête pour la période de 1960-1990.
- Y_i désigne le revenu par tête initial correspondant au ratio du PIB par rapport à la population totale au début de la période.
- H désigne la variable capital humain, mesurée par le taux de scolarisation dans le secondaire.
- $M3Y$ désigne la variable financière correspondant au ratio du flux des actifs totaux du système financier, M3 par rapport au PIB courant*.
- Ps désigne la proportion de l'investissement privé dans l'investissement total.
- IY désigne le taux d'investissement correspondant au ratio de l'investissement nominal local par rapport au PIB.
- GY désigne le ratio des dépenses publiques par rapport au PIB.
- $MPXY$ désigne le taux d'ouverture de l'économie correspondant au ratio de la somme des importations et des exportations par rapport au PIB courant.
- INF désigne le taux d'inflation sur la base de l'indice des prix à la consommation.

Ces auteurs ont conclu à l'existence d'une corrélation positive et significative ainsi qu'un lien de causalité entre l'approfondissement financier et la croissance économique dans les pays étudiés. Ils confirment, par là, l'hypothèse de la théorie néolibérale qui postule que le secteur financier agit sur l'activité réelle par le biais de l'investissement d'une part et celui de la productivité d'autre part grâce, notamment, à une meilleure allocation du capital. Ces conclusions sont fondées par la tradition schumpétérienne qui consacre le rôle essentiel que joue le banquier dans l'allocation des ressources et valident, par ailleurs, certains postulats de la théorie de la croissance endogène relatifs, notamment, à l'hypothèse des ressources initiales et celle de la convergence.

* Exemple : $M3(1992) = [M3(1991) + M3(1992)]/2$

Annexe A.2 : Le réseau des accords commerciaux entre les régions du monde



Source: World Bank Report (2009), "2008 MENA Economic Developments and Prospects".

Annexe A.3 : Synthèse des études empiriques réalisées sur le lien entre l'intégration financière, la libéralisation du compte de capital et la croissance économique

Auteurs	Pays de l'étude	Période d'échantillonnage	Mesures de libéralisation	Méthodes utilisées	Résultats empiriques
Feldstein et Horioka (1980)	16 pays de l'OCDE	1960-1974	Investissement et épargne domestiques	Estimation en coupe transversale	L'intégration financière peut provoquer un problème de soutenabilité externe en conséquence des déséquilibres entre investissements et épargne ; elle est, donc, néfaste pour l'économie.
Obstfeld (1986)	10 pays	1948-1984	Taux d'épargne et d'investissement	Estimation en coupe transversale	Le coefficient de la corrélation est souvent faible, ce qui met en doute l'interprétation de la corrélation épargne-investissement en tant que paramètres structurels reflétant le degré de l'intégration financière.
Greenwood et Jovanovik (1990)	Modèles standards de l'intermédiation financière				Le développement financier peut promouvoir la croissance économique à travers l'intermédiation.
King et Levine (1993b)	80 pays	1960-1989	Indicateurs du développement financier	Estimation en coupe transversale; Variables Instrumentales	Le niveau du développement financier est un bon indicateur pour le taux de la croissance économique à long terme.
Grilli et Milesi-Ferretti (1995)	61 pays développés et en développement	1966-1989	Mesures du FMI	Régression OLS	Il n'existe aucune corrélation robuste entre les restrictions imposées sur le compte de capital et la croissance.
De Gregorio (1999)	Un grand nombre de pays développés et en développement	1960-1993	Divers indicateurs du développement financier et de l'intégration financière	Estimation en coupe transversale	Il existe une relation positive entre le degré de l'intégration financière, l'approfondissement du système financier et la croissance économique.

Annexes

Quinn (1997)	65 (20 pays développés, 45 pays émergents).	1958-1989	Mesures du FMI ; Indice de QUINN	Régression en coupe transversale	La libéralisation du compte capital a un effet positif sur la croissance économique.
Klein et Oliver (1998)	93	1986-1995	Mesures du FMI ; SHARE	Estimation en coupe transversale; OLS; 2SLS	La libéralisation du compte capital affecte positivement et significativement la croissance économique.
Bailiu (2000)	40 pays en développement	1975-1995	Mesures du FMI	Panel Dynamique; GMM; OLS	Les flux de capitaux internationaux stimulent la croissance économique.
Edwards (2001)	61 to 65 (économies émergentes et pays développés)	1975-1997	Mesures du FMI ; Indice de NUYYCO ; Indice de QUINN	Weighted LS; Weighted TSTS	L'ouverture du compte capital a des effets positifs sur la croissance dans les pays développés et des effets négatifs dans les pays à bas niveaux de développement financier.
Agénor (2001)	Les petits États	1980-1998	Mesures du FMI	Méthode des Variables Instrumentales	La promotion de l'intégration financière peut avoir des répercussions positives importantes pour la croissance économique et la réforme du système financier international.
Edison et al. (2002)	57 pays	1980-2000	Mesures du FMI ; Mesure de QUINN	OLS; 2SLS ; GMM ; Panel dynamique ; Estimation en coupe transversale	L'intégration financière internationale n'affecte pas significativement la croissance économique.
Rousseau (2002)	4 pays développés	1850-1997	Mesures de la libéralisation externe	OLS ; Modèle VAR	Le développement financier favorise l'investissement et la croissance économique via l'allocation du capital.
Trabelsi (2002)					
Kose, Prasad et al. (2003)	76 pays (21 pays industrialisés et 55 pays en développement)	1960-1999	Mesures du FMI	OLS ; Méthode des Variables Instrumentales	Un système financier développé réduit le degré de la volatilité macroéconomique.
Lane et Milesi-Ferretti (2003)	18 pays de l'OCDE	1978-2001	Mesures du FMI	Estimation en coupe transversale	L'ouverture commerciale et financière favorise le degré d'intégration financière internationale.

Annexes

Bekaert et al. (2005)	95 and 75 pays	1980-1997	Mesures du FMI ; Indice de QUINN	OLS; GMM; Estimation en coupe transversale	La libéralisation des marchés de capitaux augmente la croissance économique réelle.
Klein et Olivei (2005)	21 pays industrialisés et 74 pays émergents et en développement	1976-1995	Mesures du FMI	Estimation en coupe transversale; OLS	Il existe un effet statistiquement significatif et économiquement pertinent des comptes de capitaux libéralisés sur le développement financier et la croissance économique.
Kose, Prasad et al (2006)	71 pays	1970-2004	Mesures de globalisation financière	Milesi-Ferretti and Lane (2006) base de données	La globalisation financière permet de stimuler la croissance économique et de réduire les risques des crises.
Quinn and Toyoda (2006)	85 pays	1955-2004	Indice de QUINN	Technique du Panel Dynamique ; GMM	Les effets directs de la libéralisation du compte de capital ne sont pas significatifs.
Kose, Prasad et Terrones (2006)	85 pays (21 pays avancés et 64 pays en développement)	1960-2000	Mesures du FMI	Estimation en coupe transversale ; Technique du Panel Dynamique; OLS	L'intégration commerciale et financière permet d'atténuer la relation négative entre la croissance et la volatilité.
Brezigar-Masten et al. (2008)	31 pays européens	1996-2004	Mesures du FMI	GMM ; Panel en coupe transversale	L'intégration financière affecte positivement la croissance économique.
Honig (2008)	122	1970-2005	Mesures du FMI ; QUINN (1997) ; Chinn et Ito (2007)	OLS ; Variables Instrumentales	La libéralisation du compte capital a des effets positifs sur la croissance économique.
Xiu Yang (2010)	83 (44 pays développés et 39 pays émergents)	1960-2008	Mesures du FMI	GMM	L'intégration financière stimule la croissance économique réelle.
Hassana, Sanchezb et Yu (2011)	166 pays	1980-2007	Mesures Proxy	VAR ; Estimation en coupe transversale	Relation positive.
Mougani (2012)	Economies développées et en développement	1976-2009	Mesures de QUINN (1997)	GMM ; Estimation en coupe transversale	L'impact des flux de capitaux extérieurs sur la croissance dépend principalement des conditions initiales et des politiques mises en œuvre.

Annexe A.4 : Revue de littérature sur le lien entre l'investissement direct étranger et la croissance économique

Auteurs	Pays de l'étude	Période d'échantillonnage	Méthodes utilisées	Résultats empiriques
Bornschie, Chase-Dunn and Rubinson (1978)	76 pays les moins développés	1960-1975	MCO	L'investissement étranger direct favorise le développement économique en permettant d'améliorer la croissance de la productivité et celle des exportations.
Fry (1993)	16 pays en développement	1975-1991	MCO	L'IDE affecte négativement la croissance de 11 pays en développement. Mais dans les pays du bassin du Pacifique, IDE influe positivement sur la croissance.
Balasubramanyam, Salisu and Sapsfort (1996)	46 pays en développement	1970-1985	MCO ; Méthode des variables instrumentales généralisées	L'IDE affecte positivement la croissance économique dans les pays qui appliquent des stratégies de promotion des exportations.
Obwana (1996)	Ouganda	1981-1995	Two-Stage Least Squares Method	Les résultats affirment que l'IDE a un impact positif sur la croissance de l'économie d'Ouganda ; pourtant, le coefficient de l'IDE est non significatif.
Borensztein, Gregorio and Lee (1998)	69 pays en développement	1979-1989	Seemingly Unrelated Regressions Technique	L'IDE est un outil important pour le transfert technologique. Il contribue significativement à l'amélioration de la croissance économique et de l'investissement domestique.
Nair-Reichert and Weinhold (1999)	24 pays en développement	1971-1995	Modèle MFR (mixed fixed and random model) ; Test de Causalité	Même s'il existe une hétérogénéité entre les pays, l'effet de l'IDE sur le taux de croissance économique à long terme est positive dans les pays les plus ouverts.
De Mello (1999)	32 pays (OECD et non- OECD)	1970-1990	MCO	La mesure par laquelle l'IDE stimule la croissance dépend du degré de complémentarité et de substitution entre l'IDE et l'investissement domestique.
Aitken et Harrison (1999)	Venezuela	1975-1989	Données de Panel	L'IDE affecte négativement la productivité des entreprises et la performance économique.

Annexes

Berthelemy and Demurger (2000)	24 provinces chinoises	1985-1996	MMG	L'IDE joue un rôle important dans la stimulation de la croissance économique des provinces chinoises.
Reisen and Soto (2001)	44 pays	1986-1997	MMG	L'effet des IDE et des investissements de portefeuille sur la croissance économique est positive.
Duttaray (2001)	66 pays	1970-1996	Causalité de Granger	L'IDE influe positivement sur la croissance dans moins de la moitié des pays étudiés.
Zhang (2001)	Chine	1984-1998	Causalité de Granger	Les résultats montrent que l'IDE permet de faciliter la transition de la Chine et de promouvoir la croissance de ses revenus ; ils montrent, ainsi, que cet effet positif sur la croissance augmente avec le temps.
Alfaro, Chanda, Kalemli-Ozcan and Sayek (2002)	20 pays de l'OCDE et 51 pays non-OCDE	1975-1995	MCO	L'IDE tout seul joue un rôle ambigu dans la contribution à la croissance économique. Toutefois, les pays qui ont des marchés financiers développés bénéficient notablement de l'IDE.
Carkovic and Levine (2002)	72 pays développés et en développement	1960-1995	MMG	L'IDE n'exerce pas une grande influence sur la croissance économique.
Choe (2003)	80 pays	1971-1995	Modèle VAR	Les résultats suggèrent que l'existence de fortes relations positives entre la croissance économique et les taux d'entrées d'IDE ne signifie pas nécessairement que ces IDE conduisent à une croissance économique rapide.
Mencinger (2003)	8 pays de l'UE	1994-2001	Causalité de Granger	L'IDE a un impact sur la croissance économique.
Bengoa and Sanchez-Roblesu (2003)	18 pays de l'Amérique Latine	1970-1999	Test d'Hausman ; MCO	L'investissement direct étranger est positivement corrélé à la croissance économique dans les pays d'accueil.
Balamurali and Bogahawatte (2004)	Sri Lanka	1977-2003	Modèle VAR	La promotion de l'investissement direct étranger permet d'accélérer la croissance économique à long terme.

Annexes

Hansen and Rand (2006)	31 pays en développement	1970-2000	Modèle VAR	L'IDE a un impact positif sur le PIB à travers les transferts de connaissances et l'adoption de nouvelles technologies.
Hyun (2006)	62 pays en développement	1984-2003	Fully Modified OLS ; System GMM estimators	La qualité des institutions et des IDE ont un effet positif sur la croissance économique à long terme.
Güner and Yılmaz (2007)	104 pays	1993-2004	MCO	L'IDE a un effet positif sur la croissance économique et offre certains avantages sur l'accumulation du capital.
Basu and Guariglia (2007)	119 pays en développement	1970-1999	MMG	L'IDE favorise la croissance économique dans les pays en développement.
Massoud (2008)	Egypte	1974-2005	Two Stage Least Squares	L'IDE n'est pas un phénomène global. Il a un effet ambigu sur la croissance économique.
Türkcan, Duman, and Yetkiner (2008)	23 pays de l'OCDE	1975-2004	MMG	L'IDE et la croissance des exportations sont des déterminants significativement importants pour chaque pays.
Jyun-Yi and Chih-Chiang, (2008)	62 pays	1975-2000	MCO ; MMG ; Techniques de régression de seuil	L'IDE affecte positivement et significativement la croissance économique lorsque les pays d'accueil ont de hauts niveaux du PIB initial et du capital humain.
Anwar and Nguyen (2010)	61 provinces du Vietnam	1996-2005	MCO ; MMG	L'effet de l'IDE sur la croissance en Vietnam est positif et il peut être plus considérable si des ressources supplémentaires sont investies.
Tiwari and Mutascu (2010)	23 pays en développement de l'Asie	1986-2008	Modèle de Panel Dynamique ; MCO	L'investissement étranger direct et les exportations permettent les pays asiatiques d'améliorer leurs processus de croissance.
Agrawal and Khan (2011)	5 économies de l'Asie	1993-2009	Modèle de Panel Dynamique	L'IDE favorise la croissance économique ; l'estimation montre, ainsi, qu'un dollar d'IDE ajoute environ 7 dollars au PIB de chacun des cinq pays.
Adeniyi and al (2012)	5 petits pays africains en développement	1970-2005	Vecteur de correction d'erreur	le degré de la sophistication financière est important pour bénéficier des avantages de l'investissement direct étranger sur la croissance économique dans les économies étudiées.

Annexe A.5 : Les institutions de l'Union du Maghreb Arabe

1. Le Conseil de la Présidence

Ce conseil est composé des chefs d'Etat des pays membres. Il est le seul organe habilité à prendre des décisions et à l'unanimité. Sa présidence est d'une durée d'une année et par rotation entre les Chefs d'Etats. Il tient une session ordinaire une fois par an et des sessions extraordinaires si nécessaire.

2. La réunion des Premiers Ministres

Les Premiers Ministres des pays membres ou ceux qui assurent cette charge, peuvent se réunir chaque fois que nécessaire.

3. Le Conseil des Ministres des Affaires Etrangères

Ledit conseil prépare les sessions du Conseil de la Présidence et examine les propositions du Comité de suivi et des Commissions ministérielles spécialisées. Sa dernière session (27ème) a été tenue à Rabat le 30/11/2007 au siège du Secrétariat général.

4. Le Comité de Suivi

Chaque Etat membre désigne un membre de son gouvernement ou de son comité populaire public pour se charger des affaires de l'Union. Le Comité de suivi, ainsi composé, soumet ses travaux au Conseil des ministres des Affaires étrangères. Il a tenu sa 44ème session au siège du Secrétariat général à Rabat le 29/11/2007.

5. Les Commissions Ministérielles Spécialisées

Le Conseil de la Présidence a créé quatre Commissions ministérielles spécialisées chargées respectivement de la sécurité alimentaire, de l'économie et des finances, de l'infrastructure et des ressources humaines.

- La Commission ministérielle de la sécurité alimentaire a tenu sa 14ème session du 13 au 14/12/2007 à Nouakchott.
- La Commission ministérielle de l'économie et des finances a tenu sa 12ème session du 10 au 12/12/2007 à Tripoli.
- La Commission ministérielle des ressources humaines a tenu sa 10ème session du 2 au 3/10/2001 à Tunis.
- La Commission ministérielle des infrastructures a tenu sa 11ème session du 11 au 12/11/2001 à Tripoli.

6. Le Secrétariat Général [Maroc]

Créé par le Conseil de la Présidence qui a fixé son siège à Rabat.

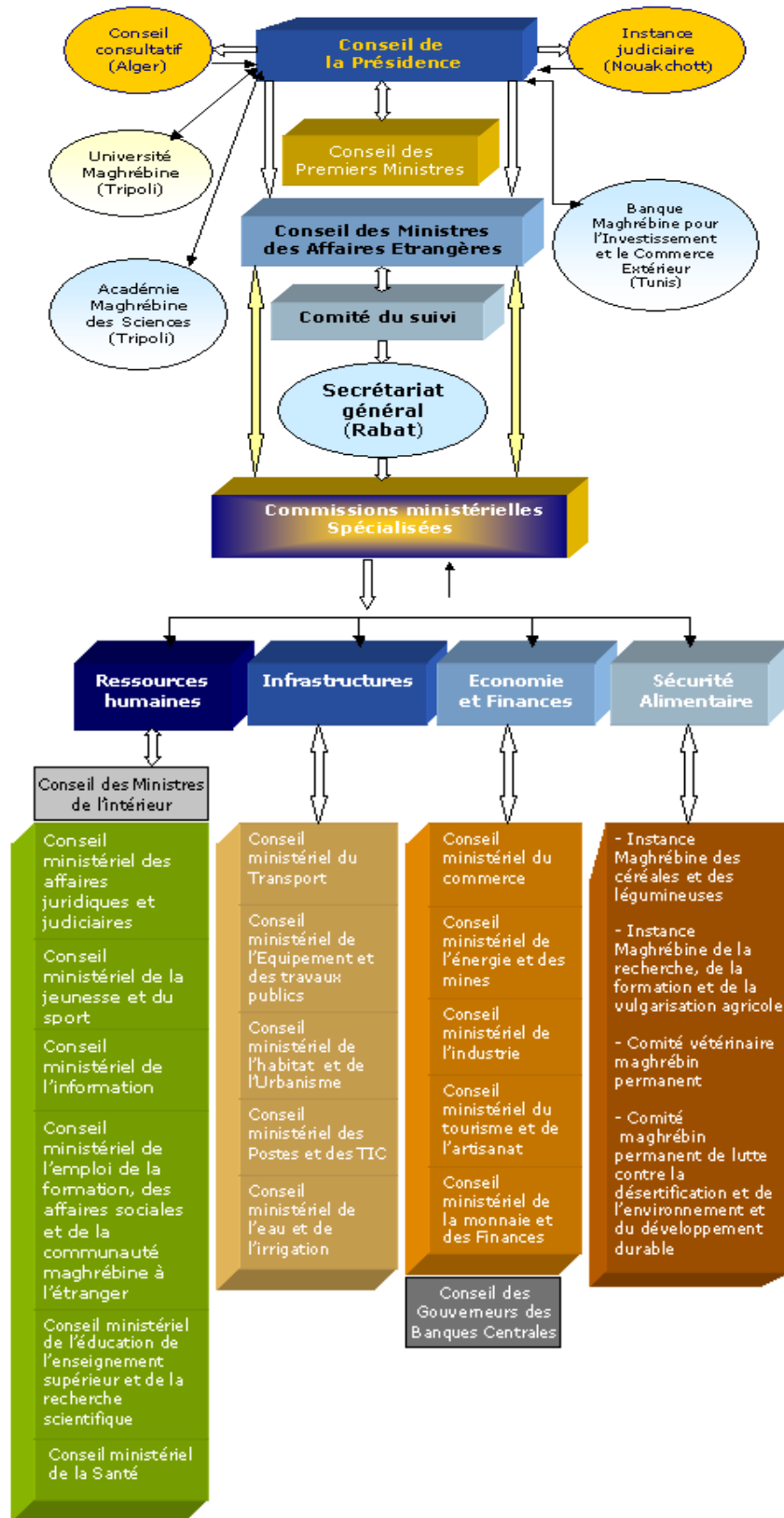
7. Le Conseil Consultatif [Algérie]

Il est composé de 301 représentants par pays, choisis par les institutions législatives des Etats membres ou conformément aux règles internes de chaque Etat. Le Conseil se réunit en session ordinaire chaque année et en session extraordinaire à la demande du Conseil de la Présidence. Il émet un avis sur tout projet de décision que lui soumet le Conseil de la Présidence comme il peut soumettre au Conseil des recommandations de nature à renforcer l'action de l'Union et réaliser ses objectifs.

8. L'Instance Judiciaire [Mauritanie]

Elle est composée de deux juges par Etat, désignés pour une période de six ans et renouvelable par moitié tous les deux ans. Son président est élu parmi ses membres pour une période d'une année. Elle connaît des différends relatifs à l'interprétation et à l'application du Traité ainsi que les accords conclus dans le cadre de l'Union que le Conseil de la Présidence ou l'un des Etats parti au litige lui soumettront ; ou conformément à ses Statuts. Ses sentences sont exécutoires et définitives. Elle émet également des avis consultatifs sur des questions juridiques soumises par le Conseil de la Présidence.

Annexe A.6 : Représentation schématique des institutions de l'UMA



Annexe A.7 : Définition et sources des variables

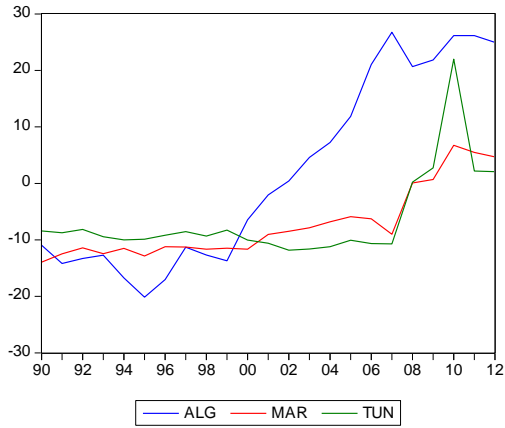
Variable	Définition	Source
IF	Cette variable désigne l'intégration financière mesurée par la somme des actifs extérieurs nets (<i>NFA</i>) et des passifs extérieurs (<i>EL</i>). Les données de <i>NFA</i> pour les pays du Maghreb sont disponibles dans la base de données de <i>Lane et Milesi-Ferretti (2007)</i> , alors que les données concernant la variable <i>EL</i> sont tirés du calcul en faisant la somme des engagements de portefeuilles (<i>portfolio liabilities</i>) et des engagements d'IDE (<i>FDI liabilities</i>) en pourcentage du total du passif. (disponible sur la base de données mentionnée ci-dessus).	<ul style="list-style-type: none"> • Updated and extended version of Lane and Milesi-Ferretti (2007) database. • The World Bank Indicators (African Development Indicators), and authors' calculations.
Croissance du PIB	Cette variable mesure la croissance économique maghrébine ; elle représente le produit intérieur brut réel par habitant.	<ul style="list-style-type: none"> • IFS; • SESRIC Database.
IDE	C'est l'investissement direct étranger en % du PIB. Cette variable mesure la mobilité des flux de capitaux dans les pays.	<ul style="list-style-type: none"> • CNUCED • UNCTADstat
DFin	<p>C'est la variable qui mesure le développement des marchés financiers. Elle est mesurée par :</p> <ul style="list-style-type: none"> - M3/PIB : Actifs liquides du système financier en pourcentage du PIB. Ce ratio mesure le degré de liquidité du système financier et, par là même, la taille globale de l'intermédiation financière. - Crédits/PIB : Crédits domestiques au secteur privé en pourcentage du PIB. Cette variable mesure la totalité de ressources privées* utilisés pour financer le secteur privé. - Tx_Banc : le taux de bancarisation. Cet indicateur, taux d'intérêt créditeur réel, a pour objectif d'analyser l'évolution des dépôts bancaires. 	<ul style="list-style-type: none"> • International Financial Statistics (IFS). • The SESRIC BASEIND (Basic Social and Economic Indicators) Database 2012. • World Development Indicators and Global Development Finance, The World Bank, 2012.

* Les ressources privées sont composées des prêts destinés aux particuliers, l'achat de titres (sans droit de participation) et les crédits commerciaux.

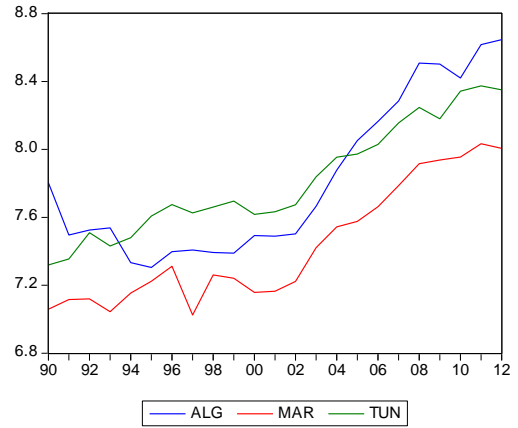
DChocs	C'est la variable muette des chocs financiers externes qui prend une valeur de 1 si le pays i subit des perturbations financières t et 0 autrement.	/
Ouv	Ouverture commerciale (volume des importations et des exportations par rapport au PIB). Cette variable mesure le degré d'ouverture du système bancaire et financier domestique.	<ul style="list-style-type: none"> • The SESRIC BASEIND (Basic Social and Economic Indicators) Database 2012.
Inf	Cette variable mesure le taux d'inflation en variation annuelle de l'indice des prix à la consommation.	<ul style="list-style-type: none"> • International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012.
TCR	C'est la variable qui représente le taux de change réel calculé à partir des taux de change nominaux et de l'indice des prix à la consommation.	<ul style="list-style-type: none"> • IFS, Global Insight, Oxford Economic Forecasting and ERS Baseline Regional Aggregations.
CapOuv	Cette variable mesure le degré d'ouverture des transactions du compte de capital.	<ul style="list-style-type: none"> • The Chinn-Ito index (2010 Update Version).

Annexe A.8 : Corrélations entre les variables du modèle, 1990-2012

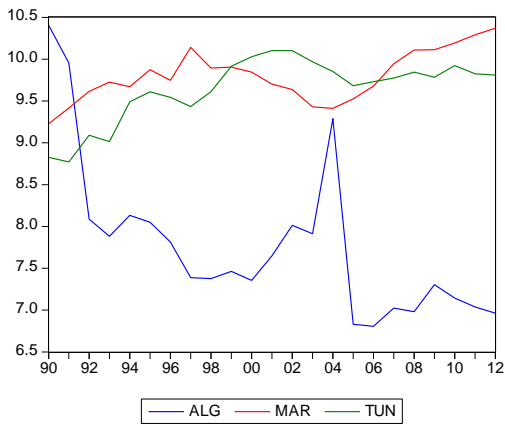
Intégration Financière



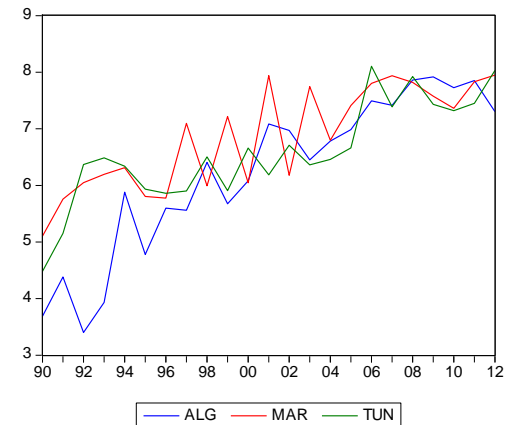
Croissance du PIB



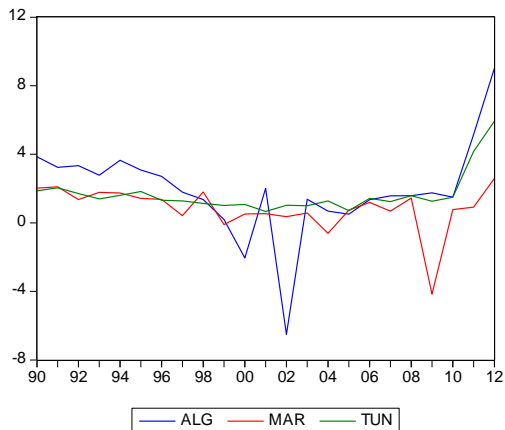
Développement Financier



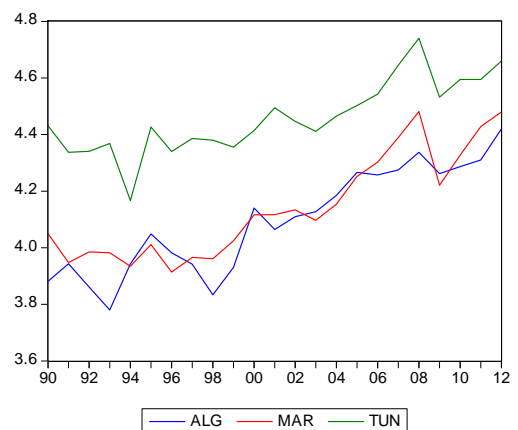
Investissement Direct Etranger



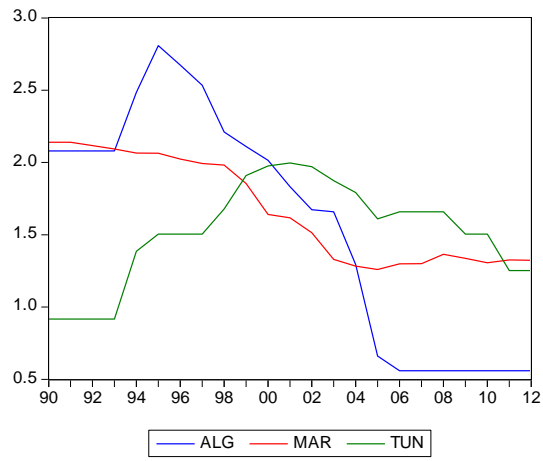
Inflation



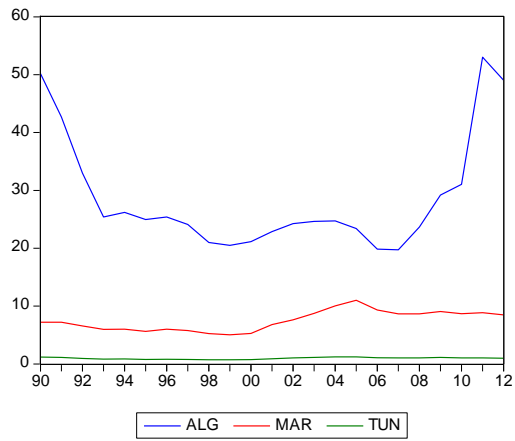
Ouverture Commerciale



Taux de Bancarisation



Taux de Change Réel



Annexe A.9 : Cross correlation matrix, Algeria

Correlation	PIB	IF	M3/PIB	Tx_banc	Créd/PIB	IDE	INF	Topen	TCR	Chocs
PIB	1.000									
IF	0.941*	1.000								
M3/PIB	0.249*	0.125	1.000							
Tx_banc	-0.937*	-0.974	-0.216*	1.000						
Créd/PIB	0.427*	0.360*	0.676*	-0.419*	1.000					
IDE	0.675*	0.820*	-0.282*	-0.761*	0.076*	1.000				
INF	0.323	0.105	0.163*	-0.086*	0.106*	-0.144*	1.000			
Topen	0.840*	0.902*	-0.103*	-0.859*	0.297*	0.837*	0.071*	1.000		
TCR	0.280*	0.526*	-0.524	-0.471	-0.145	0.784*	-0.382*	0.662*	1.000	
Chocs	0.878*	0.809	0.166	-0.756	0.205*	0.628	0.333*	0.721	0.243	1.000

Annexe A.10 : Cross correlation matrix, Morocco

Correlation	PIB	IF	M3/PIB	Tx_banc	Créd/PIB	IDE	INF	Topen	TCR	Chocs
PIB	1.000									
IF	0.913*	1.000								
M3/PIB	0.935*	0.906*	1.000							
Tx_banc	-0.817*	-0.738*	-0.798*	1.000						
Créd/PIB	0.799*	0.787	0.813*	-0.811	1.000					
IDE	0.717*	0.671	0.745*	-0.803*	0.809*	1.000				
INF	-0.263*	-0.221	-0.220*	0.396*	-0.383*	-0.311	1.000			
Topen	0.895*	0.824*	0.899*	-0.844	0.784*	0.746*	-0.096*	1.000		
TCR	-0.431*	-0.255*	-0.338*	-0.019*	-0.050*	-0.004*	-0.009*	-0.196*	1.000	
Chocs	0.706*	0.671	0.729*	-0.951*	0.740*	0.716*	-0.368*	0.805*	0.204*	1.000

Annexe A.11 : Cross correlation matrix, Tunisia

Correlation	PIB	IF	M3/PIB	Tx_banc	Créd/PIB	IDE	INF	Topen	TCR	Chocs
PIB	1.000									
IF	0.639*	1.000								
M3/PIB	0.892*	0.700	1.000							
Tx_banc	0.243*	-0.169	0.035*	1.000						
Créd/PIB	0.375*	0.476*	0.511*	-0.201*	1.000					
IDE	0.840*	0.434	0.758*	0.257*	0.405*	1.000				
INF	0.408*	0.375	0.561*	-0.437*	0.633*	0.325*	1.000			
Topen	0.834*	0.504*	0.784 *	0.169*	0.138*	0.700*	0.352*	1.000		
TCR	0.549*	0.190*	0.569*	0.645*	0.041*	0.563*	0.001*	0.527*	1.000	
Chocs	0.748*	0.300	0.751*	0.513*	0.084*	0.701*	0.104*	0.735*	0.870*	1.000

TABLE DES MATIERES

Table des matières

Sommaire	x
Liste des tableaux	xi
Liste des figures	xiii
Liste des annexes	xv
Liste des abréviations et acronymes	xvi

Introduction générale	1
-----------------------------	---

Partie 1. Intégration financière et croissance économique

Chapitre I. Intégration des systèmes financiers : une nécessité impérieuse

Introduction du Chapitre	10
--------------------------------	----

Section 1. Le système financier des pays en développement : de la répression à la libéralisation financière

1. La politique de répression financière dans les pays en développement..	10
1.1 Le système bancaire et financier dans les pays en développement...	10
1.1.1 Généralités sur le système bancaire et financier	10
1.1.1.1 Définition du système financier	11
1.1.1.2 Les composantes du système financier.....	12
1.1.1.3 Les principales fonctions des systèmes financiers ...	13
1.1.2 Les caractéristiques du système bancaire et financier dans les pays en développement	17
1.2 La répression du système bancaire et financier dans les pays en développement	18
1.2.1 Définition du concept de répression financière	18
1.2.2 Les effets négatifs de la répression financière	21
1.2.3 Les conséquences de la répression financière dans les pays en développement	22

1.2.4 La nécessité de réformer le système financier : la libéralisation, solution à la répression financière	23
2. La libéralisation financière : fondements théoriques	24
2.1 Le concept de la libéralisation financière	24
2.1.1 Définition de la libéralisation financière	24
2.1.2 Les objectifs de la libéralisation financière	26
2.1.3 Les formes de la libéralisation financière	27
2.1.3.1 Libéralisation financière interne	27
2.1.3.2 Libéralisation financière externe	28
2.1.4 Les étapes de la libéralisation financière	29
2.1.4.1 Libéralisation totale	29
2.1.4.2 Libéralisation graduelle	29
2.2 Les travaux élaborés sur la libéralisation financière	30
2.2.1 Les travaux de McKinnon et Shaw (1973)	30
2.2.1.1 Les travaux de McKinnon (1973)	30
2.2.1.2 Les travaux de Shaw (1973)	31
2.2.1.3 Autres travaux sur la libéralisation financière	32
2.3 Les critiques de la politique de libéralisation financière	32
2.3.1 Les critiques des néo-keynésiens	33
2.3.2 La libéralisation financière et l'inefficience des marchés financiers	33
2.3.3 Les structuralistes et le rôle du secteur financier informel	34
2.4 Les conditions préalables à la réussite de la libéralisation financière.	34
Section 2. Fondements théoriques de l'IF : apparition et développement	37
1. Naissance et évolution de l'intégration financière	37
2. Définition de l'intégration financière	39
3. Les étapes du processus d'intégration financière	40
3.1 Les Accords Commerciaux Préférentiels (ACP)	40
3.2 La Zone de Libre Echange (ZLE)	40
3.3 L'Union Douanière	41
3.4 Le Marché Commun	41
3.5 L'Union Economique et Monétaire	41

4. Les fondements de base de l'intégration financière	41
4.1 La globalisation financière.....	41
4.2 La libéralisation des échanges financiers et commerciaux	44
5. Arguments en faveur de l'intégration financière	45
6. Avantages de l'intégration financière	46
Section 3. Revue de littérature économique (1980-2012)	47
1. Les travaux de Feldstein-Horioka (1980)	47
2. Récente littérature sur l'intégration financière (1995 - 2012)	49
Conclusion du chapitre	55
Chapitre II. Intégration financière et croissance économique :	
 identification de la relation	
Introduction du chapitre	56
Section 1. Quelques réflexions sur la croissance économique	56
1. Les théories de la croissance économique	56
2. A propos de la croissance économique	58
2.1 Définition de la croissance économique	58
2.2 Les facteurs de la croissance économique	61
2.2.1 L'accumulation du capital	61
2.2.2 L'accumulation du travail	62
2.2.3 Le progrès technique	62
Section 2. Développement financier, ouverture et croissance économique	64
1. Etudes établissant l'effet favorable du développement financier sur la croissance	65
2. Etudes rejetant l'existence d'une relation positive entre l'ouverture et la croissance	72
Section 3. Intégration financière et croissance économique : identification de la relation	75
1. La libéralisation du compte capital : un élément déterminant pour l'intégration financière	75
2. L'investissement direct étranger : facteur clé de l'intégration financière et la croissance	80

2.1	Définition de l'investissement direct étranger	81
2.2	Revue de littérature sur le lien entre IDE et croissance économique..	84
2.3	Les avantages des IDE	90
2.4	Les déterminants et les types des IDE	91
2.4.1	Les types des investissements étrangers	91
2.4.1.1	Les IDE horizontaux	92
2.4.1.2	Les IDE verticaux	92
2.4.2	Les déterminants des IDE	93
2.4.2.1	La taille du marché	94
2.4.2.2	La qualité et le développement des infrastructures de base.....	95
2.4.2.3	Le degré d'ouverture commerciale	95
2.4.2.4	Le capital humain	96
2.4.2.5	La stabilité macroéconomique	96
2.4.2.6	Le niveau de développement financier	97
2.4.2.7	Le taux de rendement des investissements	97
2.5	Aperçu général sur les flux d'IDE dans les pays en développement..	98
	Conclusion du chapitre	100

Partie 2. Intégration financière, croissance économique et chocs financiers externes : cas des pays de l'UMA

Chapitre III. Intégration financière et chocs financiers externes : quelle relation ?

	Introduction du chapitre	101
	Section 1. Aperçu sur les chocs financiers	102
1.	Définition des chocs financiers	102
2.	Les causes des chocs financiers	103
3.	Ouverture financière et chocs financier externes : identification de la relation	104
	Section 2. Revue de littérature sur le lien entre l'IF et les chocs externes ...	108

Section 3. Quelques expériences de l'IF dans le monde et exemples des chocs financiers	116
1. Expériences de libéralisation financière dans le monde	116
1.1 La libéralisation financière dans les pays de l'Amérique latine	117
1.1.1 Libéralisation financière en Argentine	119
1.1.2 Libéralisation financière au Chili	121
1.2 La libéralisation financière dans les pays d'Asie de l'est	121
1.2.1 Libéralisation financière en Corée du Sud	123
1.2.2 Libéralisation financière en Indonésie	123
2. Mouvements d'intégration financière entre les blocs de pays	124
2.1 Les expériences des économies avancées et émergentes	124
2.1.1 L'Union Européenne (UE)	124
2.1.2 L'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN) ...	125
2.1.3 L'Accord de Libre-échange Nord-Américain (ALENA)	126
2.2 Exemples d'intégration entre les pays africain	126
2.2.1 Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC)	126
2.2.2 L'Union du Maghreb Arabe (UMA)	127
2.2.3 L'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA).....	127
2.2.4 Le Marché commun de l'Afrique de l'Est et de l'Afrique Australe (COMESA)	128
2.2.5 La Communauté de développement de l'Afrique Australe (SADC)	129
3. Quelques exemples des chocs financiers	130
Section 4. Renforcer la stabilité financière et réduire la vulnérabilité aux chocs	133
1. Définition de la stabilité financière	134
2. Renforcer la stabilité financière : objectif majeur de toute économie ...	136
Conclusion du chapitre	137

Chapitre IV. Intégration financière, croissance économique et chocs financiers externes : investigation empirique sur les pays de l'UMA

Introduction du chapitre	139
Section 1. Aperçu sur les systèmes financiers des pays l'Union du Maghreb Arabe	139
1. Description de la région du Maghreb	139
1.1 L'Union du Maghreb arabe (UMA)	140
1.1.1 Aperçu sur Institutions de l'UMA	140
1.1.2 Objectifs de l'UMA	141
1.2 Volonté de développement et de concrétisation de l'UMA	141
1.3 Caractéristiques des systèmes financiers des pays de l'UMA	142
2. Intégration financière et croissance économique dans les pays du Maghreb.....	146
2.1 Aperçu sur la croissance économique dans les pays du Maghreb..	147
2.2 Les échanges commerciaux des pays de l'UMA	149
2.3 Les caractéristiques des IDE au Maghreb	151
Section 2. Contraintes, opportunités et défis de l'intégration financière dans les pays de l'UMA	153
1. Contraintes et opportunités (coûts et avantages) de l'intégration financière dans les pays du Maghreb	153
1.1 Opportunités et avantages potentiels de l'intégration financière ...	154
1.2 Contraintes et coûts de la non intégration	159
2. Défis à relever par les économies maghrébines	161
Section 3. Investigation empirique sur les pays de l'UMA	164
1. Survol de la littérature empirique	164
2. Méthodologie de la recherche	168
2.1 Méthodes empiriques utilisées	168
2.1.1 La méthode de cointégration	168
2.1.1.1 Tests de stationnarité des séries chronologiques ...	169
2.1.1.2 Test de cointégration de Johansen	171
2.1.2 L'estimation du modèle à vecteur autorégressif (VAR)	173

2.1.3 L'estimation du modèle MVTAR	173
2.2 Etat de la question	173
3. Le modèle autorégressif à seuil multivarié (MVTAR)	174
3.1 Méthode d'estimation	174
3.2 Les fonctions des réponses d'impulsion généralisées	178
4. Le modèle de l'étude	179
4.1 Description des données	179
4.2 Spécification du modèle de l'étude	180
5. Présentation et interprétation des résultats empiriques	182
5.1 Résultats des tests de stationnarité et de cointégration	182
5.1.1 Résultats du test de stationnarité	182
5.1.2 Résultats du test de cointégration	183
5.2 Résultats des estimations du modèle VAR	184
5.2.1 L'importance des chocs externes dans la variance des variables domestiques	184
5.2.2 Résultats des fonctions de réponses impulsionnelles (l'impact des chocs externes sur les variables étudiées)	185
5.3 Résultats des estimations du modèle MVTAR et des fonctions de réponses d'impulsion généralisées	188
6. Synthèse de l'étude	196
6.1 Synthèse de l'analyse	196
6.2 Une feuille de route basée sur les réalités institutionnelles des pays de l'UMA	198
Conclusion du chapitre	200
 Conclusion Générale	 201
Bibliographie Générale	208
Annexes	225