



ÉCOLE DOCTORALE SCIENCES DE L'HOMME ET DE LA SOCIÉTÉ

LABORATOIRE D'ECONOMIE D'ORLEANS

THÈSE EN COTUTELLE INTERNATIONALE

présentée par :

Nabila BOUKEF Jlassi

soutenue le : 20 mars 2015

pour obtenir le grade de :

**Docteur de l'université d'Orléans
et de l'Université de Tunis El Manar**

Discipline : Sciences de gestion

**Conditions d'ouverture du secteur financier, déréglementation
et risque pour le secteur bancaire :
Cas des pays en développement**

THÈSE dirigée par :

M. Ezzeddine ABAOUB

Professeur, Faculté des Sciences Economiques
et de Gestion de Nabeul

M. Jean-Paul POLLIN

Professeur, Université d'Orléans

RAPPORTEURS :

M. Mohamed El Hedi AROURI

Professeur, Université d'Auvergne

M. Kamel NAoui

Maître de Conférences, HDR, Ecole supérieure de
commerce de Tunis

JURY:

M. Ezzeddine ABAOUB

Professeur, Faculté des Sciences Economiques
et de Gestion de Nabeul

M. Mohamed El Hedi AROURI

Professeur, Université d'Auvergne

M. Faouzi JILANI

Professeur, Faculté des Sciences Economiques
et de Gestion de Tunis

M. Kamel NAoui

Maître de Conférences, HDR, Ecole supérieure de
commerce de Tunis

M. Jean-Paul POLLIN

Professeur, Université d'Orléans

M. Philippe SAUCIER

Professeur, Université d'Orléans, Président

*L'Université d'Orléans n'entend donner aucune approbation ni
improbation aux opinions émises dans les thèses ;
elles doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs*

Remerciements

Je tiens d'abord à exprimer mes sincères remerciements à mes directeurs de thèse, Monsieur Jean-Paul Pollin pour les précieux conseils qu'il m'a tant prodigués, pour l'aide sans faille et le soutien qu'il m'a toujours apportés tout au long de cette thèse et Monsieur Ezzeddine Abaoub pour m'avoir fait confiance et accueilli avec bienveillance mes idées et ma méthodologie de travail.

J'ai beaucoup appris à leurs côtés et je leur dois toute ma gratitude et l'assurance de ma sincère reconnaissance.

Je remercie également Messieurs Mohamed El Hedi Aroui et Kamel Naoui d'avoir eu l'obligeance de rapporter sur cette thèse, ainsi que Messieurs Philippe Saucier et Faouzi Jilani d'avoir accepté de faire partie de mon jury de thèse.

Mes sincères remerciements vont à toute l'équipe du LEO pour leur disponibilité et leurs conseils utiles et avisés. J'exprime ma profonde gratitude à Gilbert Colletaz et Christophe Hurlin pour leur soutien et conseils techniques en économétrie.

Je remercie également tout le personnel administratif du LEO en particulier Renée-Hélène Saliège, Colette Gedoux, Yvan Stroppa et Cécile Chamaillard.

Un grand merci à tous mes collègues doctorants pour leur présence, leurs soutiens et leurs conseils et pour avoir rendu agréable mon séjour au Laboratoire d'Economie d'Orléans.

Merci à : Asma, Hannen, Jude, Olivia, Zahra, Abdellah, Yannick, Muhammed, Arslan, Leila, Audrey, Noaman, Armand, Sylvain, Alexandra, Oana, Ismael, Eric, Désiré, Marie-Pierre et tous les autres pour tous ces moments mémorables.

Un immense merci à mes sœurs Imen et Sameh, à mes frères Housseem, Zied, Mouldi et Chahine et à mon amie Jihen pour leurs encouragements et leur soutien.

Enfin, les mots ne sauraient exprimer ma gratitude et ma reconnaissance à mes parents pour leur amour infini, pour leur confiance, pour avoir su me donner la force de continuer et pour m'avoir poussée toujours plus loin. C'est à eux que je dédie ce travail.

Table des matières

Liste des tableaux	v
Liste des Figures	vii
Introduction générale.....	1
Chapitre 1 : Dynamique de la globalisation financière et croissance économique dans les pays en développement	9
INTRODUCTION.....	9
SECTION 1 :ORIGINES ET DYNAMIQUE DE LA GLOBALISATION FINANCIERE : DE LA REPRESSION A LA LIBERALISATION.....	11
1.1. L'intégration financière dans les pays en développement.....	16
SECTION 2 : LA RELATION ENTRE LA GLOBALISATION FINANCIERE ET LA CROISSANCE ECONOMIQUE.....	19
2.1. Développement financier et croissance économique: Analyse théorique	19
2.2. La globalisation financière et la croissance économique : canaux directs et indirects.	26
SECTION 3 : COMPOSITION ET CARACTERE BIDIRECTIONNEL DES FLUX DE CAPITAUX INTERNATIONAUX.....	38
3.1. Les investissements directs étrangers (IDE).....	38
3.2. Les investissements de portefeuille	40
3.3. Dettes	42
3.4. Composition et dynamique des flux de capitaux internationaux dans les pays en développement.....	44
SECTION 4 : LES CONDITIONS PREALABLES A LA REUSSITE DE LA GLOBALISATION FINANCIERE.....	49
4.1. Développement du secteur financier	50
4.2. Qualité des institutions	52
4.3. Qualité des politiques macroéconomiques nationales	53
4.4. Intégration commerciale	55
SECTION 5 : ÉVALUATION EMPIRIQUE DE LA RELATION ENTRE GLOBALISATION FINANCIERE ET CROISSANCE ECONOMIQUE	57
5.1. Revue de la littérature empirique sur la relation entre la globalisation financière et la croissance économique	57
5.2. Estimation de l'impact de la libéralisation financière sur la croissance économique: Aspects méthodologiques et présentation des données	62
5.3. Présentation des résultats.....	70

CONCLUSION.....	82
ANNEXES.....	84
Chapitre 2 : Globalisation financière et crises bancaires dans les pays en développement	87
INTRODUCTION.....	87
SECTION 1 : ORIGINES DES CRISES BANCAIRES	90
1.1. Fragilité du secteur bancaire.....	94
1.2. Rôle du cadre institutionnel.....	95
1.3. Entrée de capitaux, boom de crédit et Sudden Stop	98
SECTION 2 : MOBILITE DES CAPITAUX INTERNATIONAUX ET STABILITE DU SECTEUR BANCAIRE.....	100
2.1. Relation entre la globalisation financière et les crises bancaires.....	100
2.2. Phénomènes de Contagion et crises bancaires systémiques.....	105
SECTION 3 :CONSEQUENCES ET COUTS DES CRISES BANCAIRES	108
SECTION 4 : ÉTUDE EMPIRIQUE DE LA RELATION ENTRE LA GLOBALISATION FINANCIERE ET LES CRISES BANCAIRES : ROLE DU CADRE INSTITUTIONNEL.....	113
4.1. Revue de la littérature.....	113
4.2. Aspects méthodologiques et présentation des données	115
4.3. Présentation des résultats.....	122
CONCLUSION.....	135
ANNEXES.....	138
Chapitre 3 : Globalisation financière et stabilité bancaire : quel rôle pour le contrôle des capitaux et la réglementation prudentielle des banques ?	141
INTRODUCTION.....	141
SECTION 1 :LA RAISON D’ETRE DE LA REGLEMENTATION BANCAIRE	143
1.1. Le filet de sécurité	144
SECTION 2 : LES INSTRUMENTS DE LA REGULATION BANCAIRE	149
2.1. Les exigences minimales en fonds propres et la surveillance prudentielle	151
2.2. Discipline de marché	152
SECTION 3 :GLOBALISATION FINANCIERE ET CRISE BANCAIRE : DE LA REGLEMENTATION MICRO- PRUDENTIELLE A LA REGLEMENTATION MACRO-PRUDENTIELLE	154
3.1. Insuffisance du cadre réglementaire micro-prudentiel et rôle de la réglementation macro-prudentielle.....	154
3.2. Les outils macro-prudentiels.....	158
3.3. La gouvernance du macro-prudentiel	163

SECTION 4 :CONTROLE DES CAPITAUX : OBJECTIFS, EFFICACITE ET COUT	167
4.1. Les déterminants du contrôle des capitaux :.....	169
4.2. Les différents types de contrôle des capitaux	171
4.3. Coûts du contrôle des capitaux	174
SECTION 5 : STABILITE BANCAIRE ET POLITIQUE DE CONTROLE DES CAPITAUX DANS LES PAYS EN DEVELOPPEMENT: UNE ETUDE EMPIRIQUE	177
5.1. Revue de la littérature empirique.....	177
5.2. Aspects méthodologiques et présentation des variables.....	180
CONCLUSION	196
ANNEXES.....	199
Conclusion générale	209
Bibliographie.....	219

Liste des tableaux

Tableau 1-1 Les facteurs à l'origine de l'entrée des capitaux dans les pays en développement	17
Tableau 1-2 Relation entre la croissance économique et la libéralisation financière	74
Tableau 1-3 Relation entre la croissance économique et la libéralisation financière (suite) ...	75
Tableau 1-4 Libéralisation financière développement institutionnel et croissance économique	78
Tableau 1-5 Libéralisation financière, développement institutionnel et croissance économique (suite).....	79
Tableau 1-6 Libéralisation financière et croissance économique: rôle du cadre institutionnel	80
Tableau 1-7 Libéralisation financière et cadre institutionnel : Effet seuil	81
Tableau 2-1 Fréquence du "Sudden Stop" et crises bancaires	104
Tableau 2-2 Conséquences des crises bancaires entre 1970 et 2011	112
Tableau 2-3 ICRG: Statistiques Descriptives.....	120
Tableau 2-4 Libéralisation financière et crises bancaires	126
Tableau 2-5 Libéralisation financière et crises bancaires	127
Tableau 2-6 Libéralisation financière et crises bancaires	128
Tableau 2-7 Composition des flux de capitaux et crise bancaire	130
Tableau 2-8 Développement institutionnel et crises bancaire (Effet direct et indirect).....	133
Tableau 2-9 Développement institutionnel et crises bancaire (Effet direct et indirect).....	134
Tableau 3-1 Perspectives macro et micro-prudentielles	158
Tableau 3-2 La gouvernance macro-prudentielle.....	166
Tableau 3-3 Boom de crédit VS crise bancaire dans les pays en développement	182
Tableau 3-4 Stabilité financière et contrôle des capitaux dans les pays en développement ..	193

Liste des Figures

Figure 1-1 Mobilité des flux de capitaux dans le monde	14
Figure 1-2 Les avantages de l'intégration financière	27
Figure 1-3 Evolution des flux d'engagements et d'avoirs étrangers (%PIB).....	45
Figure 1-4 Composition de l'afflux des capitaux étrangers vers les PED (les engagements envers l'étranger).....	45
Figure 1-5 Composition des capitaux sortant des PED (les avoirs à l'étranger).....	46
Figure 1-6 Conditions préalables à la réussite de la globalisation financière	51
Figure 2-1 Proportion des pays ayant vécu des crises bancaires entre 1900 et 2008.....	91
Figure 2-2 Périodisation des crises bancaires.	93
Figure 2-3 mobilité des capitaux et incidence sur les crises bancaires: 1800 – 2008.....	101
Figure 2-4 Impact des crises bancaires sur des secteurs particuliers de l'économie.....	111
Figure 3-1 Faire face à l'afflux de capitaux : considérations macroéconomiques et prudentielles	171

Introduction générale

Le concept de la globalisation financière fait référence à l'expansion des marchés et des systèmes financiers internationaux induite par la dérèglementation des marchés financiers domestiques, de l'émergence de nouveaux instruments financiers et de l'expansion d'institutions financières internationales bancaires et non-bancaires. Le progrès des technologies de l'information et de la communication a facilité les échanges financiers internationaux. Du point de vue historique, la globalisation financière n'est pas un phénomène nouveau. De nos jours, l'intégration financière prend une ampleur sans précédent et les systèmes financiers connaissent de profondes transformations issues de l'émergence et du renforcement de ce processus de globalisation financière à travers le monde.

La libéralisation financière internationale a fait l'objet d'une riche littérature académique. Elle est définie comme une politique dont l'objectif est de renforcer les liens internationaux par l'intermédiaire des flux financiers transfrontaliers. Cette approche qui constituera le point de référence du présent travail de recherche se base sur la dérèglementation des marchés financiers nationaux, le développement de nouveaux instruments financiers et l'apparition d'institutions financières internationales. Il en résulte ainsi une amplification des flux de capitaux internationaux échangés entre les pays.

La théorie économique affirme que la globalisation financière confère de nombreux avantages aux économies. Elle permet une meilleure allocation des capitaux entre les pays à excédent de capital (pays du Nord) et ceux présentant une pénurie de capital (pays du Sud). Il en découle une croissance économique plus élevée dans les pays en développement, mais aussi l'enrichissement des pays développés. La libre circulation des capitaux assure aussi le transfert de technologies et encourage l'innovation. Grace à une meilleure diversification du risque et à une rigueur de discipline des marchés, l'intégration financière internationale serait aussi à l'origine d'une plus grande efficience et productivité des pays qui y adhèrent. De plus, en faisant appel à l'épargne mondiale, l'intégration financière internationale permettrait d'alléger les contraintes de déficit de la balance des paiements de ces pays, leur évitant le cas échéant le recours à des politiques de rigueur pouvant entraîner un ralentissement de leur activité économique [Cartapanis, 2007].

Motivée par ces avantages potentiels, une forte intégration des pays émergents et en développement aux marchés financiers internationaux a été observée durant ces dernières décennies. Ces pays émergents qui disposent d'une main d'œuvre abondante et souffrent d'un besoin de financement pour développer leurs économies, devraient en théorie bénéficier de la libre circulation des capitaux.

Toutefois, il a été démontré dans la littérature que les avantages de la globalisation financière dépendent de l'existence de certaines conditions préalables [Kose *et al.* 2009]. En effet, avant d'adopter une telle politique et pour pouvoir bénéficier des avantages escomptés, les pays doivent atteindre un certain seuil de développement financier et institutionnel. Ainsi et contrairement aux pays en développement, les pays développés qui sont dotés de politiques macroéconomiques stables et d'un niveau élevé de développement financier et institutionnel s'avèrent les principaux bénéficiaires de la globalisation financière.

Aussi, attirés par les avantages attendus, les mouvements ainsi que le volume des capitaux internationaux échangés se sont accentués. Dans le cas des pays en développement, on a observé également un changement de la composition des capitaux échangés avec une dominance de flux de dettes beaucoup plus volatiles. N'ayant pas assuré au préalable une infrastructure financière adéquate, ces économies sont devenues plus vulnérables à ces flux de capitaux de nature instable.

De même, l'idée que les flux de capitaux doivent normalement affluer des pays du nord vers les pays du sud a été remise en question. Ce constat a été fait par Lucas (1990) qui a expliqué que les mouvements de capitaux sont concentrés dans les pays industrialisés. C'est ce que l'on appelle « le Paradoxe de Lucas¹ ». Malgré l'accélération de la globalisation financière depuis ce constat, on assiste toujours à un déséquilibre dans les mouvements des capitaux. Le paradoxe s'est même accentué donnant lieu à un mouvement de plus en plus important Sud-Nord, des pays en développement vers les pays développés [Prasad *et al.* 2007].

Cela peut être expliqué par un faible niveau de stabilité financière et institutionnelle caractérisant les pays en développement. Ces derniers n'ont pas acquis les conditions institutionnelles adéquates pour attirer les investisseurs étrangers « *facteurs Pull* » [Alfaro et

¹ Lucas Robert (1990) "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" American Economic Review, Vol. 80 (May), p. 92-96

al. 2008]. Un cadre institutionnel quasi absent ou fragile peut aussi être à l'origine des sorties des capitaux domestiques des PED vers les pays industrialisés (fuite vers la qualité).

L'évolution de la globalisation financière et les résultats qui en découlent contredisent la théorie économique qui présente ce phénomène comme avantageux pour les pays en développement. Par ailleurs, l'histoire de la globalisation financière a aussi fait valoir une forte corrélation entre les périodes d'afflux importants des capitaux internationaux et les crises bancaires vécues dans le monde [Reinhart et Rogoff, 2008]. D'où l'intérêt de consolider les marchés financiers locaux et le cadre institutionnel avant de procéder à la libéralisation du compte de capital [Rodrik et Subramanian, 2009]. De telles réformes permettraient aux économies une bonne gestion et une allocation efficace des flux de capitaux internationaux, diminuant ainsi les risques d'instabilité issus de la politique de libéralisation financière internationale.

Toutefois, le défi de réformer le secteur financier, notamment dans les pays émergents et en développement, s'annonce compliqué. Trois principaux facteurs peuvent expliquer ce dilemme [Claessens et Ghosh, 2013]²: D'abord, le volume des capitaux internationaux reçus par ces pays est très important et dépasse leur capacité d'absorption étant donné le niveau de développement de leurs systèmes financiers. Ensuite, de par la taille limitée de leurs économies et le niveau élevé d'instabilité économique et politique, ces pays restent exposés à d'importants chocs financiers. D'autant plus que ces chocs se propagent rapidement en raison du faible niveau de développement institutionnel. Enfin, une importante entrée des capitaux, intermédiés généralement par le secteur bancaire, aura tendance à amplifier le cycle financier et accroître l'instabilité. En effet, pendant les années 1990, l'intégration financière des pays émergents et en développement a été marquée par des épisodes de fortes entrées de capitaux suivies de phases de retraits massifs aboutissant au déclenchement de crises financières aiguës. Cette époque a connu une succession de crises qui a commencé au Mexique en 1995, aux pays de l'Asie de l'Est en 1997, en Russie en 1998, au Brésil en 1999 et en Argentine et Turquie en 2001. Il y a eu par la suite une nouvelle période de boom de capitaux pendant les années 2000 qui a pris fin avec la chute de Lehmann Brothers en 2008. Cependant, et depuis

² Claessens, S. et Ghosh, S. 2013. "Capital Flow Volatility and Systemic Risk in Emerging Markets: The Policy Toolkit." In *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, ed. Otaviano Canuto and Swati R. Ghosh, 91–118. Washington, DC: World Bank.

2010, les pays émergents enregistrent de nouveau un important afflux des capitaux internationaux [Lane, 2013].

La fragilité des fondamentaux économiques des pays en développement combinée à la nature volatile des capitaux internationaux expose ces pays à une instabilité financière débouchant souvent vers des crises bancaires coûteuses. Pour se prémunir contre ce risque, ces pays doivent dès lors renforcer leurs fondamentaux économiques et assurer une architecture financière adéquate leur permettant de devenir plus résistants aux différents chocs externes issus de leur intégration aux marchés financiers internationaux. L'objectif de telles réformes serait donc d'assurer un mouvement des capitaux internationaux moins cyclique, une détection précoce des signes de vulnérabilité du secteur financier pouvant mener à une crise financière et, le cas échéant, assurer la liquidité internationale nécessaire pour y faire face. Ces réformes concernent aussi bien les pays développés que les pays en développement.

De par l'importance des enjeux quant à la mise en place de telles réformes, un certain nombre de propositions a été avancé par les académiques, les décideurs politiques et les organismes financiers internationaux (FMI, BRI, Banque mondiale). Ces propositions visent à adapter l'architecture financière existante aux nouveaux risques nés d'une globalisation financière et d'un important mouvement de capitaux. Il s'agit dans ce cas de faire face à un risque de nature systémique. Parmi ces propositions, un intérêt particulier a été porté à la nécessité de mettre en place une réglementation macro-prudentielle ciblant la stabilité systémique et de revenir à un politique de contrôle des capitaux pouvant agir sur la taille et la composition des capitaux internationaux et diminuer ainsi leur caractère cyclique.

Problématique et objectif de la thèse

Face à ces controverses, la présente thèse vise deux objectifs. Le premier objectif est d'apporter une contribution à un débat d'actualité portant sur le paradoxe de la globalisation financière. Pour ce faire, deux aspects sont étudiés et font l'objet des deux premiers chapitres à savoir : l'effet de la globalisation financière sur la croissance économique d'une part et sur la stabilité des secteurs bancaires d'autre part. Le second objectif du présent travail de thèse porte sur les réformes réglementaires à proposer pour pallier aux risques d'instabilité inhérents à la globalisation financière et menaçant notamment les PED.

Redéfinition du concept de la globalisation financière :

La contradiction dans les résultats des travaux académiques quant aux effets de la globalisation financière peut être expliquée par les différentes mesures utilisées dans la littérature empirique. En effet, on trouve dans la littérature deux principales mesures des mouvements de capitaux internationaux : *dejure* et *defacto*. Toutefois, ces deux mesures peuvent ne pas refléter le même niveau d'ouverture financière. Dans certains pays, le niveau du mouvement de capitaux observé dépasse celui légalement permis [Edwards, 2007]. De même, une abolition des restrictions légales sur la libre circulation des capitaux n'est pas automatiquement suivie d'un mouvement effectif de ces derniers. Cela est d'autant plus vrai s'il s'agit de pays en développement caractérisés par un faible niveau de développement des marchés de capitaux et du cadre institutionnel. Pour avoir une vision critique des travaux passés, il faudrait utiliser les deux mesures *dejure* et *defacto* reflétant ainsi deux aspects de la libre circulation des capitaux.

De plus, les auteurs ayant utilisé une mesure *defacto*, se sont intéressés à la mesure nette des flux de capitaux ou aux entrées de flux de capitaux rapportés au PIB. Toutefois, une étude basée sur des mesures brutes des flux des capitaux peut refléter une image plus fidèle de l'intégration financière. Aussi, les flux de capitaux étant volatiles et pouvant faire l'objet d'erreur, il serait préférable d'utiliser une mesure brute du stock des capitaux internationaux [Kose *et al.* 2006 et 2009, Masten *et al.* 2008].

Enfin, dans une étude des effets de la globalisation financière et du mouvement de capitaux qui s'en suit, il est important de prendre en considération le caractère bidirectionnel des mouvements de capitaux et la composition de ces derniers en s'intéressant aux principaux types de capitaux à savoir les IDE, les investissements de portefeuille et les dettes. Cela apporterait une réponse plus ciblée quant à l'origine du « mal » émanant de la globalisation financière.

A la lumière des résultats trouvés dans la littérature, nous axons nos travaux de recherche sur la globalisation financière dans les pays en développement. Pour ce faire, nous essayons dans le cadre de la présente thèse d'apporter une réponse à deux questions d'actualité à savoir :

Quel sont les résultats de la globalisation financière dans les pays en développement ?

Quel rôle joue la réglementation prudentielle ou peut-elle jouer dans la prévention des crises bancaires et la stabilité financière des pays en développement ?

Méthodologie et structure de la thèse

L'originalité de cette thèse réside dans l'intérêt que nous portons au caractère bidirectionnel des mouvements des capitaux internationaux, mais aussi à la composition de ces capitaux en faisant la distinction entre les IDE, les investissements de portefeuille et les dettes. Cela devrait nous permettre de mieux identifier l'origine de l'instabilité économique et financière nées de la globalisation.

Dans le premier chapitre, nous nous intéressons à l'étude de la relation entre la globalisation financière et la croissance économique dans les pays en développement. Nous commençons par un passage en revue de la littérature académique défendant l'adoption d'une politique d'intégration financière internationale et les éventuels bénéfices que les pays peuvent en tirer. En effet, nombreux travaux théoriques ont analysé l'effet de la globalisation financière sur la croissance économique en détaillant les différents canaux de transmission directs et indirects qui expliquent cette relation. Dans le même cadre d'étude, nous passons en revue les prérequis indispensables à la réussite de cette politique.

Malgré une riche littérature traitant de la libre circulation des capitaux dans le cadre de la globalisation financière et son effet sur la croissance économique, un aspect que nous estimons important en a été négligé à savoir l'aspect bidirectionnel du mouvement de capitaux. A cet effet, nous faisons la distinction entre la libéralisation des avoirs à l'étranger et celle des engagements envers l'étranger. Pour les mêmes raisons, et afin d'aborder avec plus de précision l'étude de la libre circulation des capitaux, nous nous intéressons à l'effet des différents types de capitaux en question. Ces deux aspects de la libéralisation financière internationale peuvent dépendre du niveau de développement institutionnel des pays. En effet, les PED ne sont pas dotés de conditions institutionnelles favorables leur permettant de tirer profit de la globalisation financière. Ces différents facteurs sont étudiés dans la partie empirique du premier chapitre.

Par ailleurs, l'absence de telles conditions peuvent expliquer l'exposition répétée des PED aux crises bancaires. Ainsi, et à la lumière des résultats trouvés, nous analysons dans le deuxième chapitre la relation entre les mouvements de capitaux internationaux et la stabilité du secteur bancaire dans les pays en développement. En présence de distorsions

macroéconomiques et d'un cadre institutionnel faible, la mobilité des capitaux internationaux pourrait aggraver la mauvaise allocation des ressources et augmenter la probabilité des crises bancaires. En nous référant aux résultats du premier chapitre, nous constatons que les PED présentent un niveau de développement institutionnel en deçà du seuil requis et une prédominance du recours à l'endettement extérieur ayant tendance à baisser le niveau de leur croissance économique. La question qu'on se pose dans le deuxième chapitre est celle de savoir si ces déficiences, en plus de leur effet négatif sur la croissance économique des pays, seraient-elles aussi à l'origine d'une instabilité du secteur bancaire et pourraient-elles donc expliquer la série de crises qu'ont vécues les PED.

De par le rôle important joué par les banques, les crises bancaires infligent aux économies des dommages conséquents et des coûts très élevés. Les déterminants de telles crises ont été largement débattus et clairement identifiés dans la littérature. Nous passons en revue ces travaux académiques en question et nous nous intéressons particulièrement à la libre circulation des mouvements de capitaux internationaux comme étant l'un des principaux facteurs à l'origine de la fragilité des banques et du déclenchement des crises. Cette relation peut s'expliquer par la nature du risque auquel les banques font face et qui prend une dimension systémique. En effet, dans un cadre de globalisation financière, il y a une forte interconnexion entre les marchés et les institutions financières. Dès lors, et par phénomène de contagion, les crises se propagent plus rapidement à l'intérieur d'un seul pays et entre les pays entraînant des crises bancaires à coûts très élevés.

Nous élaborons dans ce deuxième chapitre une étude empirique dans laquelle nous mettons l'accent sur l'origine de la relation identifiée dans la littérature entre la globalisation financière et les crises bancaires. A l'instar du travail empirique mené dans le premier chapitre, nous cherchons à affiner les études empiriques passées en essayant d'identifier la source du risque de crise bancaire émanant de la libre circulation des capitaux. Pour ce faire, nous utilisons un modèle Logit binaire sur un panel de pays en développement entre 1985 et 2010.

Les principaux résultats trouvés dans les deux premiers chapitres se rejoignent. D'abord, le cadre institutionnel dans lequel évoluent les PED reste en deçà du niveau de développement requis. Ensuite, ces économies font face à une entrée importante de capitaux dont principalement ceux de natures volatiles et sujets aux retraits soudains en cas de chocs

externe ou interne. Ces facteurs ont contribué à l'échec de la politique de libéralisation financière internationale dans ces pays et à la fragilité de leurs secteurs bancaires. Il serait donc indispensable pour les PED de veiller à assurer le développement de leur cadre institutionnel afin d'atteindre un certain niveau seuil (tel qu'identifié dans le premier chapitre) au deçà duquel ils pourront mieux prévoir et gérer la volatilité des capitaux internationaux. Plus important encore, ces pays doivent adopter une solution plus ciblée en mettant en place des politiques de contrôle prudentiel leur permettant d'adapter la taille des capitaux entrants à leurs capacités d'absorption et d'améliorer la composition de ces dits capitaux.

Les résultats trouvés dans la première partie de cette thèse nous amènent à aborder notre troisième chapitre qui portera sur les solutions réglementaires indispensables à une bonne gestion des capitaux internationaux permettant aux PED de tirer profit de la globalisation financière. Pour ce faire, nous retraçons d'abord l'évolution du cadre réglementaire au fil du temps et les réformes mises en place pour s'adapter aux différents changements auxquels font face les marchés financiers. Après avoir présenté la régulation bancaire (traditionnelle), nous passons en revue les travaux qui défendent la nécessité d'aller au-delà de la régulation micro-prudentielle et de mettre en place une politique macro-prudentielle qui cible les risques systémiques. Parmi les réformes réglementaires, nous mettons l'accent sur les politiques de contrôle des capitaux comme étant une solution au risque systémique issu du mouvement des capitaux internationaux. Cet instrument permettra de gérer les risques émanant de la libéralisation financière en encourageant les mouvements des capitaux les plus stables et les plus bénéfiques et en imposant un contrôle rigoureux sur les capitaux volatiles.

Afin de valider empiriquement l'efficacité d'une telle politique de contrôle des capitaux sur la stabilité du secteur bancaire et financier dans les pays en développement, nous nous référons à un indicateur de stabilité proposé récemment par les institutions financières internationales à savoir le gap de crédit. L'objectif de la démarche est d'identifier le niveau critique de crédit accordé au secteur privé, au-delà duquel les banques courent le risque de grandes pertes débouchant généralement vers des crises aiguës. En effet, la majorité des crises bancaires vécues dans les PED ont eu lieu suite à un épisode de boom de crédit.

Chapitre 1 : Dynamique de la globalisation financière et croissance économique dans les pays en développement

Introduction

Durant ces dernières décennies, le monde a vécu une vague de globalisation financière sans précédent. Cet événement a fait l'objet d'une littérature abondante ayant pour but l'étude des effets d'un tel phénomène sur la croissance économique des pays. Malgré le nombre important de travaux théoriques qui ont essayé de mettre en lumière cette relation, les résultats trouvés à ce jour restent ambigus. En effet, on trouve dans la littérature des travaux qui suggèrent que, par la diversification des risques entre les pays, la libéralisation financière favorise la spécialisation, l'efficacité de l'allocation des capitaux et la croissance économique. D'autres études, à l'opposé, confortent l'idée que la libéralisation financière peut porter atteinte à la croissance économique par la présence de certaines distorsions. Elle peut déclencher ainsi une instabilité financière et une mauvaise allocation des capitaux au détriment de la performance macroéconomique.

Les travaux empiriques qui étudient l'effet de la globalisation financière n'ont pas réussi à résoudre ce paradoxe. Cependant, les résultats de ces travaux soutiennent l'idée de la nécessité, pour chaque pays, d'assurer au préalable certaines conditions pour réussir sa libéralisation financière internationale et pouvoir en tirer les bénéfices escomptés. Les conditions préalables identifiées par plusieurs chercheurs sont principalement: le niveau de développement du système financier, la qualité des institutions et la stabilité macroéconomique. De même, pour qu'un pays puisse réussir sa politique de libéralisation financière, la nature des capitaux échangés entre les pays constitue un facteur déterminant. En

effet, il a été démontré que les conséquences d'une libéralisation financière internationale sur la croissance économique peuvent dépendre de la nature et de la maturité des capitaux internationaux échangés entre les pays.

Le présent chapitre se propose d'étudier la relation entre la libéralisation financière internationale et la croissance économique dans les pays en développement. Nous passons en revue la littérature traitant de la relation « globalisations financière-croissance économique », en mettant l'accent sur deux principaux facteurs : d'abord, le caractère bidirectionnel des capitaux internationaux et la composition de ces derniers, souvent négligés ou peu étudiés dans la littérature ; ensuite, le rôle que peut avoir le développement institutionnel dans l'explication de l'effet des mouvements des capitaux internationaux sur la croissance économique dans les pays en développement.

Ce chapitre est structuré comme suit : la première section porte sur l'historique de la globalisation financière et son évolution dans le temps. Cette partie sera consacrée à l'étude du cas spécifique de la globalisation financière dans les pays en développement et les raisons qui font de ces derniers une destination privilégiée par les investisseurs étrangers. Dans la deuxième section, nous passons en revue les études traitant de la relation entre la croissance économique et la libéralisation financière internationale, ainsi que les différents canaux de transmission qui expliquent en théorie cette relation. La troisième section traite l'effet de la composition des flux de capitaux échangés sur la croissance économique. La quatrième section porte sur les conditions préalables pour la réussite de la globalisation financière.

Enfin, une dernière section a pour objet l'évaluation empirique de la relation entre la globalisation financière et la croissance économique dans les pays en développement. Nous utilisons différentes mesures des capitaux internationaux en faisant la distinction entre les types de capitaux mais aussi entre les avoirs à l'étranger et les engagements envers l'étranger. En effet, malgré le large éventail de travaux destinés à l'étude des mouvements de capitaux internationaux, la distinction des effets des avoirs à l'étranger et des engagements envers l'étranger reste à ce jour peu explorée. Dans une deuxième étape, nous nous intéressons au développement institutionnel comme un prérequis qui conditionne la relation entre la globalisation financière et la croissance économique.

Section 1: Origines et dynamique de la globalisation financière : de la répression à la libéralisation

La littérature portant sur la libéralisation financière a été initiée par Mac-Kinnon (1973) et Shaw (1973). Ces auteurs étaient les pionniers du débat sur le bien-fondé de la libéralisation financière comme une solution permettant de sortir d'une politique de répression financière jugée néfaste pour le développement et la croissance économique des pays. Dans leurs contributions, McKinnon et Shaw ont défini la notion de répression financière comme l'ensemble des restrictions gouvernementales empêchant les intermédiaires financiers de fonctionner dans l'économie à leur niveau de pleine capacité. La répression financière est une politique adoptée particulièrement par les pays en développement. L'intervention excessive de l'État dans ces pays se manifeste principalement par :

- Un plafonnement du taux d'intérêt à un niveau inférieur au niveau d'équilibre du marché: cela peut entraîner une diminution de l'épargne et de l'investissement.
- Des réserves obligatoires élevées: cette mesure a tendance à limiter la liquidité des banques.
- Des politiques d'encadrement et de sélectivité des crédits: ces mesures, employées successivement, ont pour but de fixer le taux de croissance des crédits et d'orienter ces derniers vers des secteurs privilégiés mais qui ne sont pas forcément les plus rentables. Ceci a un effet néfaste sur la quantité et la qualité des investissements.

Un tel interventionnisme excessif de l'État dans la sphère financière lui permet de financer son déficit budgétaire à faible coût. Les conséquences néfastes d'une politique d'oppression sur le développement du système financier ont été discutées par plusieurs travaux théoriques faisant apparaître l'importance de la libéralisation des systèmes financiers. En effet, dans un cadre financièrement réprimé, les pays en développement ont souvent enregistré une croissance économique faible ou stagnante, un niveau d'inflation élevé et des déséquilibres extérieurs. Pour faire face à ces difficultés et en guise de solution, les économistes ont préconisé la libéralisation du système financier.

Mac-Kinnon et Shaw développent deux modèles de libéralisation financière, expliquant que, dans un cadre de répression financière, un taux d'intérêt maintenu à un niveau bas aura tendance à décourager l'épargne. Ceci aura pour conséquence la baisse de l'investissement,

qui entraînera à son tour un faible niveau de croissance économique. Même si la finalité des deux modèles est la même, Mac-Kinnon (1973) développe un modèle à monnaie externe (*outside money model*) et Shaw(1973) un modèle à monnaie interne (*inside money model*). Mc-Kinnon (1973) explique que, dans une économie réprimée, un taux d'intérêt maintenu à un niveau faible décourage l'épargne. Ceci a tendance à réduire les fonds disponibles et diminuer par la même l'investissement. En effet, l'auteur considère que les investissements sont autofinancés. Une augmentation des taux d'intérêt pourra donc agir positivement sur la capacité de financement des agents économiques. Par conséquent, un tel caractère irrégulier du capital fait que l'investissement ne peut se concrétiser que si une accumulation suffisante d'épargne a lieu sous forme de dépôts bancaires. La monnaie et le capital physique entretiennent donc une relation complémentaire («hypothèse de complémentarité»).

Shaw (1973) propose « un modèle d'intermédiation de la dette » basé sur un modèle de monnaie interne. Il explique que des taux d'intérêt élevés encouragent l'épargne. Une augmentation du niveau d'épargne engendrera à son tour une offre de crédit plus importante de la part des intermédiaires financiers, de nature à promouvoir les investissements et augmenter la croissance de la production.

Ainsi, selon les deux auteurs, la répression financière empêche l'économie d'atteindre un niveau de croissance optimal. Ils considèrent, par contre, que la libre détermination du taux d'intérêt à son niveau d'équilibre permettrait une mobilisation plus importante de l'épargne, une promotion de l'investissement et une allocation efficace des ressources financières. Cela se traduit par un développement des marchés financiers et une croissance économique soutenue. Il ressort donc de la théorie de la répression financière que des taux d'intérêts libérés augmentent aussi bien le niveau total du crédit intermédié à travers les banques que le niveau d'efficacité en redirigeant les fonds alloués vers les investissements les plus productifs.

Depuis les contributions de Mac Kinnon et Shaw, de nombreuses études ont tenté de vérifier l'hypothèse défendue par la théorie de la répression financière selon laquelle l'ouverture financière est une condition nécessaire à la croissance et au développement économique. On peut citer Kapur (1976, 1983), Vogel et Buser (1976), Galbis (1977) et Mathieson (1979, 1980). La libéralisation financière fait donc référence à des mesures visant à abolir les contrôles réglementaires sur les structures institutionnelles, les instruments et les

activités des agents dans différents segments du secteur financier. Ces mesures peuvent porter sur des règles internes ou externes[Chandrasekhar, 2004].

L'objectif de la déréglementation et de la libéralisation financière est donc la stimulation de la croissance économique en améliorant l'efficacité de l'allocation des capitaux : orienter les investissements vers les projets les plus rentables en tenant compte du risque réel et réduire les coûts d'intermédiation par le jeu de la libre concurrence.

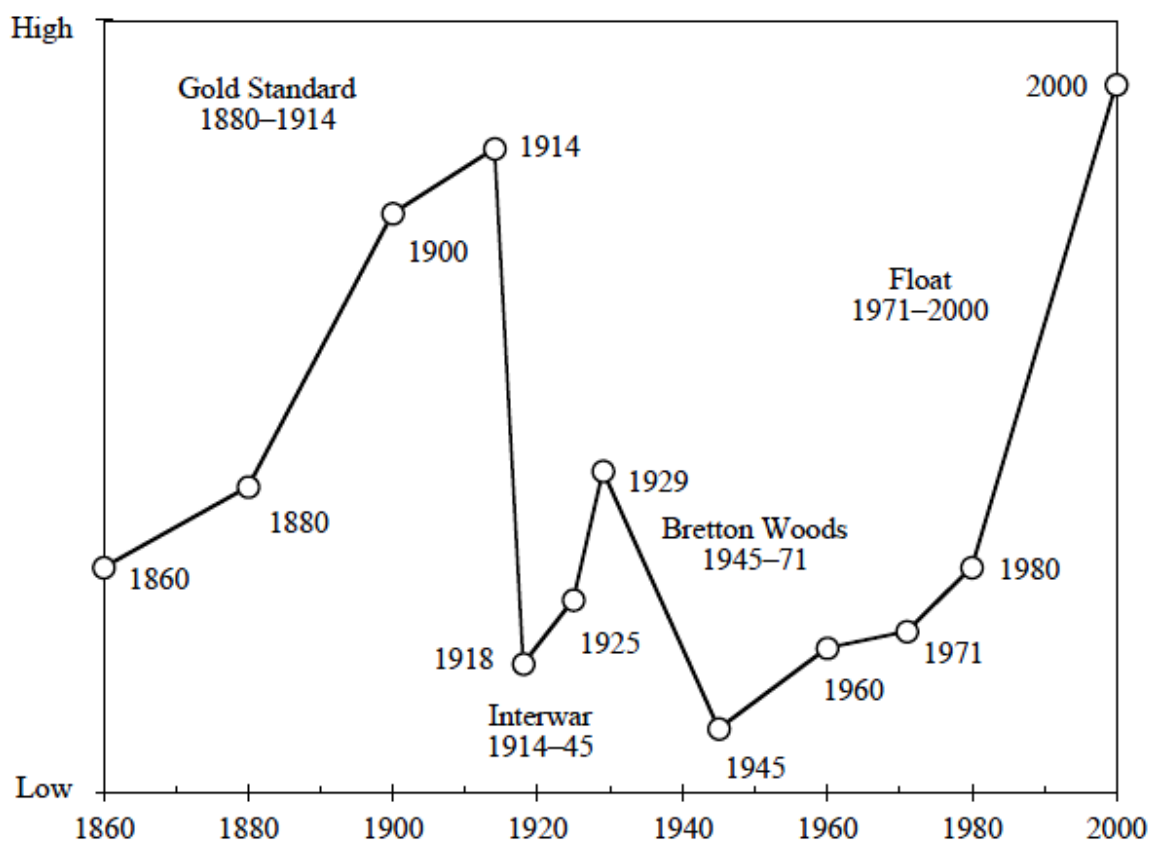
La suppression des réglementations relatives aux taux d'intérêt et à l'encadrement du crédit peut aussi améliorer la capacité des institutions financières à gérer leurs risques et rendre leurs dirigeants plus responsables en matière de gestion de portefeuille. Plusieurs facteurs négatifs plaident pour l'abolition des mesures de répression et encouragent le passage à la libéralisation financière : il s'agit des résultats faibles de l'activité, des coûts élevés et de la pression subie de la globalisation dans un cadre de répression financière.

Par ailleurs, plusieurs définitions de la libéralisation financière internationale ont été proposées dans la littérature. Ghosh (2005) définit la libéralisation financière en faisant la distinction entre une politique interne et externe. Quant à la libéralisation financière interne, elle est présentée par l'auteur comme une politique visant la réduction ou la suppression des contrôles sur les taux d'intérêt ou sur les taux de rendement exigés par les agents financiers, le retrait de l'intervention de l'État dans l'activité d'intermédiation financière, la reconversion des banques de développement en banques classiques, la privatisation des banques à capitaux publics, l'assouplissement des conditions de participation des entreprises et des investisseurs au marché boursier, la réduction des contrôles sur les investissements qui peuvent être entrepris par les acteurs financiers, le développement des ressources et des instruments permettant aux agents financiers et aux entreprises d'accéder aux fonds et enfin la libéralisation des règles régissant les différents types d'instruments financiers offerts par le système financier. Ghosh (2005) définit par la suite la libéralisation financière externe comme une politique qui implique généralement un changement dans le régime de contrôle de changes. La première étape, selon l'auteur, est la convertibilité des opérations courantes qui accompagne une ouverture commerciale. Cette étape sera par la suite suivie de la convertibilité du compte de capital qui consiste en la mise en place de différentes mesures visant à assouplir les restrictions appliquées aux mouvements de capitaux transfrontaliers d'un pays donné. Ces mesures permettent donc aux résidents et aux non-résidents d'échanger des

actifs domestiques et étrangers. Il en résulte un élargissement du niveau d'intégration financière à l'économie mondiale sous forme de mouvements importants d'entrées et de sorties de capitaux.

La libéralisation financière externe et le mouvement des capitaux internationaux dans le monde ont beaucoup évolué au fil du temps. Obstfeld et Taylor (2004) ont mené une étude exhaustive sur la dynamique de la mobilité des capitaux dans le monde entre 1800 à 2000 (Figure 1-1).

Figure 1-1 Mobilité des flux de capitaux dans le monde



Source : Obstfeld et Taylor (2004)

Cette étude montre que la mobilité des capitaux dans le monde a été caractérisée par trois périodes Boom-Bust-Boom ou une période de libéralisation, un retour à la répression et finalement une reprise de la libéralisation. La naissance de la globalisation financière a eu lieu entre 1870 et la première guerre mondiale. Cette époque a été marquée par une forte mobilité des capitaux encouragée par un système de change fixe (l'étalon d'or) qui a permis aux pays une certaine stabilité. Ce boom de capitaux a pris fin en 1914 lors du déclenchement de la première guerre mondiale, mettant fin au système de l'étalon-or ou « *Gold Standard* ».

Pendant la seconde période allant de 1914 à 1945, le mouvement des capitaux enregistre un ralentissement important suite au déclenchement de la guerre mondiale. En effet, une crise de liquidité se répand à travers le monde alors que les investisseurs commencent à liquider leurs actifs à l'étranger. Cette panique touche tous les marchés dans le monde, provoquant ainsi un ralentissement du mouvement des capitaux. La première guerre mondiale marque aussi la fin du système de l'étalon-or, d'où l'instauration d'un contrôle plus strict des flux de capitaux pour prévenir les effets d'une fluctuation du taux de change.

La troisième période a été marquée par les Accords de Bretton Woods passés suite à la deuxième guerre mondiale. Durant cette période, il y a eu une tentative de redressement et de remise en ordre du système monétaire international mis à mal par la seconde guerre mondiale. Le système de Bretton Woods, (1945-1971) incarne un nouveau modèle macroéconomique fondé sur les taux de change fixes et le contrôle des flux de capitaux. L'un des piliers de ce système, le FMI (Fonds monétaire international), préconise le contrôle des flux de capitaux et le choix d'une parité fixe mais ajustable (étalon de change– or). Cette décision émane du fait que la libre circulation est soupçonnée d'avoir déclenché les crises passées. De même, les taux de change flottants étaient liés à la spéculation et à l'instabilité et donc au dérèglement des échanges commerciaux. Enfin, une dernière période identifiée par Obstfeld et Taylor (2004) est celle du post Bretton-Woods, au cours de laquelle le taux de change fixe a été définitivement abandonné en 1973(Accord de Paris) et remplacé par un régime de changes flottant et les contrôles sur les mouvements de capitaux ont été abandonnés ou réduits. En effet, le système de Bretton Woods s'est avéré intenable puisque ses règles ne pouvaient concilier l'indépendance des objectifs des politiques nationales, les taux de change fixe et la limite du degré de mobilité des capitaux. Cette période s'est donc caractérisée par une augmentation importante des mouvements des capitaux partout dans le monde.

Ainsi, depuis l'adoption de la politique de libéralisation financière externe dans le monde, on observe un mouvement cyclique des capitaux internationaux. Une question s'est donc posée à l'époque quant au choix des politiques adéquates permettant d'accompagner la libre circulation des capitaux et d'éviter les périodes de *bust* de ces derniers.

Les mouvements des capitaux internationaux prennent de l'ampleur, encouragés par d'importants progrès des technologies de l'information et de la communication. Attirés par

ces avantages escomptés, de plus en plus de pays en développement ont procédé à la libéralisation internationale de leurs marchés financiers.

1.1.L'intégration financière dans les pays en développement

L'intégration financière fait référence à la libéralisation du mouvement des capitaux internationaux et à l'intégration des marchés financiers mondiaux. Les pays en développement, en adoptant une telle politique, sont devenus une destination de plus en plus attrayante pour les investisseurs internationaux. Ces derniers trouvent dans ces pays un rendement plus élevé et une possibilité de diversifier les risques. En effet, la corrélation entre le rendement des différentes classes d'actifs est la variable clé qui influence le risque du portefeuille. Selon la théorie du portefeuille, il est préférable de combiner des actifs présentant une corrélation négative ou légèrement positive. Ceci a tendance à éliminer la variabilité du rendement d'un portefeuille et à améliorer le rapport « rendement – risque ». Cet avantage s'accroît avec la diversification dans les pays émergents en raison de la faible corrélation de ces derniers avec les marchés développés.

Une littérature abondante s'est intéressée aux principaux facteurs qui expliquent l'entrée massive des capitaux enregistrée par les pays en développement depuis le début des années 1990. Plusieurs auteurs ont souligné, dans ce contexte, la distinction entre les facteurs «*pull*» ou internes et les facteurs «*push*» ou externes. Les facteurs *push* et *pull* sont souvent mentionnés dans la littérature comme affectant la direction et la magnitude des flux de capitaux. Selon le FMI (2011), les facteurs qui peuvent agir sur l'entrée des flux de capitaux dans les pays émergents sont de nature cyclique ou structurelle et *push* ou *pull*. Les facteurs *push* font généralement référence à des facteurs globaux qui affectent tous les pays, tandis que les facteurs *pull* concernent généralement l'attrait relatif des différentes destinations grâce à leurs opportunités d'investissement [Tableau 1.1].

Selon Agénor (1998), les facteurs «*pull* » font référence à l'amélioration des perspectives de l'économie nationale, associée notamment à une stabilisation de l'inflation et à des réformes structurelles. Il cite le cas d'une variation à la baisse des anticipations inflationnistes (associée à une meilleure crédibilité des politiques de stabilisation ou à la libéralisation des marchés financiers domestiques) qui a conduit, dans certains pays, à une forte augmentation de la demande d'encaisses intérieures. Cette hausse de la demande a été satisfaite par l'entrée des capitaux. Quant aux facteurs «*push* » expliquant l'afflux des capitaux vers les pays en

développement, Agénor (1998) explique ce phénomène par des chocs externes et d'autres changements réglementaires dans l'économie mondiale. Parmi ces facteurs « *push* », l'auteur cite la réduction cyclique des taux d'intérêt et des rendements des actifs aux États-Unis et d'autres pays industrialisés dans les années 1990.

Tableau 1-1 Les facteurs à l'origine de l'entrée des capitaux dans les pays en développement

	Cycliques	Structurels
<i>Push</i>	➤ Faible taux d'intérêt américain ➤ Faible aversion au risque au niveau mondial ➤ Faibles bilans des économies avancées	➤ Diversification internationale des portefeuilles ➤ Potentiel de croissance faible des économies avancées
<i>Pull</i>	➤ Hausse des prix des matières premières. ➤ Hausse du taux d'intérêt domestique ➤ Faible taux d'inflation intérieur.	➤ Amélioration des bilans des pays émergents ➤ Potentiel de croissance élevé des pays émergents ➤ Ouverture commerciale

Source : FMI (2011)

1.1.1. Les facteurs externes : « *push factors* »

Les facteurs externes influençant l'entrée des capitaux dans les pays hôtes (pays en développement) s'expliquent par les conditions économiques des pays exportateurs de capitaux (pays développés). Ils reflètent le coût d'opportunité d'investissement dans les pays hôtes. En effet, de faibles profits réalisés dans les pays développés constituent un facteur majeur justifiant le choix d'investissement dans les pays en développement. Plusieurs travaux ont montré l'importance des facteurs externes (taux d'intérêt internationaux et taux de croissance mondiale) dans la détermination du mouvement de flux de capitaux privés. Calvo *et al.* (1996), s'appuyant sur l'étude d'un échantillon de 10 pays d'Amérique latine au cours de la période 1988-1991, constatent que les flux de capitaux sont principalement influencés par les facteurs externes, à savoir le taux de croissance et le taux d'intérêt des pays développés. En effet, si les pays développés sont en période de récession économique, leurs perspectives de profits sont moins élevées, ce qui peut rendre les pays en développement plus attrayants. De même, Fernandez-Arias (1996) explique que le retour des capitaux étrangers en Amérique latine au début des années 1990 est fortement influencé par la baisse des

rendements dans les pays industrialisés et non pas par les fondamentaux des pays hôtes. Les facteurs « *push* » sont donc des facteurs globaux qui apparaissent lorsque l'investissement dans les pays développés devient peu attractif. Ainsi, la détérioration de la situation économique dans les pays développés peut bénéficier aux pays en développement, faisant de ces derniers la destination privilégiée des investisseurs internationaux.

1.1.2. Les facteurs internes ou « *pull factors* »

Les facteurs internes qui influencent l'afflux des capitaux privés vers les pays sont principalement les conditions macroéconomiques et institutionnelles du pays hôte. En effet, un environnement macroéconomique stable favorise la prise des décisions d'investissement, la création de valeur ajoutée et la productivité. Les facteurs internes comprennent: le taux de croissance économique, l'inflation, l'ouverture commerciale, l'éducation et la stabilité politique, etc. Sompornserm (2009) explique que les facteurs «*pull* » ou facteurs spécifiques permettent aux pays hôtes d'attirer les capitaux internationaux par l'amélioration de la relation « risque-rendement » des actifs. Ces facteurs pull sont typiquement les conditions macroéconomiques, l'efficacité de la politique budgétaire et monétaire, le régime du taux de change, les réformes économiques et financières, les conditions politiques et la qualité des institutions. Hernandez et Rudolf (1995) et Dasgupta et Ratha (2000) confortent l'idée que les facteurs internes (*pull*), comme les politiques nationales menées par les pays en développement, expliquent bien la forte augmentation des flux de capitaux. Des politiques macroéconomiques saines, pouvant promouvoir l'épargne et les exportations, sont susceptibles d'accroître les investissements étrangers. De telles politiques peuvent donc maintenir l'afflux de capitaux vers les pays en développement sur le long terme. Mody *et al.* (2001) mènent une étude portant sur les facteurs qui déterminent les entrées de capitaux étrangers dans les pays en développement en faisant la distinction entre facteurs « *push* » et facteurs « *pull* ». Les auteurs concluent que les facteurs d'attraction tels que l'indice du prix à la consommation, les crédits domestiques, l'indice de la production industrielle, le taux d'intérêt domestique, le ratio de crédit et le ratio réserve /importation ont joué un rôle primordial dans l'afflux des capitaux vers tous les pays de l'échantillon étudié.

Ainsi, l'afflux massif de capitaux vers les pays en développement depuis les années 1990 a été attribué dans la littérature à l'existence des deux facteurs «*pull*»(domestiques) et «*push*» (externes). Ces facteurs font des pays en développement une destination privilégiée

par les investisseurs internationaux. Toutefois, une question importante reste à ce jour sujette à débat : les pays en développement tirent-ils toujours bénéfice de l'adoption d'une politique de globalisation financière ?

Section 2 : La relation entre la globalisation financière et la croissance économique

La justification principale de l'adoption d'une politique de libéralisation financière internationale serait fondée sur l'efficacité d'une allocation internationale des capitaux, mais aussi sur un meilleur partage des risques et une promotion du développement financier et de la croissance économique. L'adoption d'une telle politique peut améliorer la croissance économique dans les pays à travers deux canaux : directs et indirects. En effet, elle affecte directement les déterminants de la croissance économique tels que l'augmentation de l'épargne intérieure, la réduction du coût du capital, le transfert technologique, et le développement des secteurs financiers nationaux. Quant à l'effet indirect d'une telle politique, il consiste en la spécialisation de la production suite à une meilleure gestion des risques et en l'amélioration des politiques macroéconomiques et des institutions suite à la pression concurrentielle ou « l'effet de discipline » de la globalisation.

Le développement financier représente l'un des plus importants canaux de transmission entre la globalisation financière et la croissance économique. Il est donc indispensable, avant de définir l'ensemble des canaux expliquant la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique, de passer en revue la littérature qui porte sur le lien entre le développement financier et la croissance économique.

2.1. Développement financier et croissance économique: Analyse théorique

La relation entre la finance et la croissance est à ce jour l'une des énigmes principales de la littérature. Bon nombre de travaux ont traité cette relation et les résultats trouvés restent ambigus. Le rôle joué par le secteur financier dans le processus de transfert de l'épargne vers les emprunteurs se résume dans le partage des risques, la disponibilité des capitaux et de l'information et l'amélioration de l'allocation efficace de ces derniers.

Le développement du secteur financier dépend du degré d'efficacité avec laquelle ce rôle est assuré. Un marché financier développé a tendance à améliorer la disponibilité des fonds nécessaires pour subvenir aux besoins des emprunteurs, mais permet aussi une allocation des capitaux au taux de rendement le plus élevé.

Le développement financier améliore les fonctions principales du système financier à savoir : la production d'information sur les investissements possibles et l'allocation des ressources, la gestion et le contrôle de la gouvernance des entreprises, la collecte et la mobilisation de l'épargne, l'échange de biens et services, etc. L'amélioration de ces fonctions financières influence l'épargne, la décision d'investissement et le progrès technique et pourra par conséquence accélérer la croissance [Levine, 2004].

La théorie économique consacrée à la compréhension du processus de croissance s'est basée sur une fonction de production dépendant de deux facteurs principaux à savoir : le capital (K) et le travail (L).

$$Y = F(K, L)$$

En effet, l'étude des fondamentaux de la croissance économique a fait l'objet de plusieurs modèles théoriques. Le modèle de départ issu de cette littérature était celui de Solow (1956) et Swan (1956). Solow (1956) explique que la production ne dépend pas seulement de la quantité de capital mise à disposition des travailleurs. Il reste un résidu que les économistes appellent « le résidu de Solow ». Solow considère que ce résidu est un élément exogène à la croissance et qu'il s'agit du progrès technique. Il explique que toutes choses étant égales par ailleurs, le pays doté d'un niveau élevé de progrès technique produira plus. Ainsi, le progrès technique est considéré comme un facteur exogène jouant un rôle prépondérant dans l'explication de la croissance économique.

Ce modèle de croissance a fait l'objet de plusieurs critiques amenant à reconsidérer le caractère exogène du progrès technique et donnant naissance au modèle de croissance endogène. On suppose dans ce modèle que le progrès technique est une résultante de la croissance économique issue de l'innovation technique dont l'objectif est la maximisation de profit. Le progrès technique doit donc être considéré comme un élément endogène agissant sur la croissance économique à long terme.

En partant d'une fonction de production Cobb-Douglas :

$$y_j = \bar{A} k_j^\alpha L_j^{1-\alpha}$$

Avec k_j et L_j représentent l'emploi du capital et du travail dans une entreprise,

$\bar{A}$ représente la productivité agrégée

α comprise entre 0 et 1, de telle sorte que la production est caractérisée par un rendement décroissant du capital.

$\bar{A}$ dépend du stock de capital accumulé par l'entreprise.

$$\bar{A} = A_0 \left(\sum_{j=1}^N k_j \right)^\eta$$

Avec η représente l'importance des externalités de connaissances générées par l'entreprise.

Pour simplifier on suppose que $L_j = 1$ pour tous j .

Notons que :

$K = \sum_{j=1}^N k_j = \text{stock de capital agrégé.}$

$Y = \sum_{j=1}^N y_j = \text{flux d'output agrégé.}$

Sachant que toutes les entreprises font face aux mêmes technologies et aux même prix, on aura :

$$k_j = \frac{K}{N} \text{ pour tous } j$$

$$\text{et } \bar{A} = A_0 \left(N \cdot \frac{K}{N} \right)^\eta = A_0 \cdot K^\eta$$

La fonction de production individuelle devient ainsi :

$$y_j = \bar{A} k_j^\alpha L_j^{1-\alpha} = A_0 \cdot K^\eta \cdot k_j^\alpha = A_0 \cdot K^\eta \left(\frac{K}{N} \right)^\alpha$$

et donc l'output agrégé :

$$Y = N y_j = N \cdot A_0 \cdot K^\eta \left(\frac{K}{N} \right)^\alpha = A_0 \cdot N^{1-\alpha} \cdot K^{\eta+\alpha} = A \cdot K^{\eta+\alpha}$$

Avec $A = A_0 \cdot N^{1-\alpha}$

L'investissement a deux composantes : les investissements nouveaux et les investissements de remplacement. Nous pouvons donc écrire :

$$I_t = K_{t+1} - K_t + \delta K_t$$

Avec δ , le taux d'amortissement du capital sur une période.

Dans une économie fermée, l'équilibre du marché de capitaux suppose que l'épargne brute S_t est égale à l'investissement brut I_t . Pagano suppose qu'une proportion $(1 - \phi)$ de l'épargne totale est absorbée par les intermédiaires financiers lors du processus de transformation de l'épargne en investissement. Elle peut être aussi perdue en dehors du circuit bancaire sous forme de fonds thésaurisés. C'est la proportion résiduelle des ressources productives qui servent à financer l'investissement. A l'équilibre :

$$\phi S_t = I_t$$

Ainsi, une unité d'épargne des ménages génère une unité d'investissement moins la fraction $\phi < 1$.

La variation du stock de capital peut être décrite selon l'équation suivante :

$$\dot{K} = \phi S_t - \delta K_t$$

En termes de taux d'épargne, cette équation prend la forme suivante :

$$\dot{K} = \phi s Y_t - \delta K_t$$

On remplace Y_t par sa valeur. On obtient un taux de croissance du capital égal à :

$$g = A\phi s K^{\alpha+\eta-1} - \delta \quad 3$$

La relation entre le développement financier et la croissance endogène a été modélisée dans le travail de Pagano (1993). L'auteur considère le modèle de croissance endogène de Rebelo (1989), où la production agrégée est une fonction linéaire du stock de capital. A

³Trois cas sont à prendre en considération dans l'équation:

$\eta + \alpha > 1$: Les externalités positives du progrès technique dépassent l'effet de rendement d'échelle négatif // $\eta + \alpha < 1$: Les externalités positives du progrès technique ne couvrent pas l'effet de rendement d'échelle négatif // $\eta + \alpha = 1$: Les externalités positives du progrès technique couvrent l'effet de rendement d'échelle négatif sans dégager un surplus. Le choix du cas ne change pas l'analyse de l'effet du développement financier sur la croissance.

l'instar de Pagano (1993) et Rebelo (1989), on retient le troisième cas décrit ci-dessous et on considère que $\eta + \alpha = 1$ ⁴.

On aura donc :

$$g = A\phi s - \delta$$

Dans ce cas du modèle AK, l'output est strictement proportionnel au capital et par conséquent, le taux de croissance de l'output est aussi donné par g . Avec un taux d'amortissement fixe, on en déduit que le taux de croissance de l'output augmente avec la productivité A , le niveau de développement de l'intermédiation ϕ et le taux d'épargne s .

L'importance du modèle de Pagano réside dans l'explication de la croissance de l'output par le niveau de développement financier. Le résultat trouvé par Pagano nous amène à conclure que le développement financier peut affecter la croissance par l'intermédiaire de trois canaux :

- Il peut augmenter ϕ , la proportion de l'épargne nationale allouée à des investissements productifs par la baisse des coûts de transaction associés à la collecte et à l'allocation de l'épargne.
- Il peut augmenter A , la productivité marginale. En effet, les intermédiaires adhèrent à la croissance économique grâce à la collecte de l'information qui leur permet d'évaluer les projets d'investissement productifs et par l'incitation des investisseurs à placer leurs fonds dans des projets plus risqués mais plus rentables tout en veillant au partage des risques.
- Il peut influencer s , le taux d'épargne privé.

Le développement financier peut aussi diminuer les contraintes de liquidité à laquelle les ménages font face, de lisser la consommation, ce qui fera baisser le taux d'épargne. De même, selon Gurley et Shaw (1956), le développement de l'activité d'intermédiation réduit le risque subi par les épargnants par la diversification du portefeuille. Ceci augmentera, à son tour, l'épargne financière et améliorera son utilisation productive. Le développement financier permet aux emprunteurs de sélectionner, parmi les différents types de financement offerts, les ressources les mieux adaptées et de réduire ainsi leurs coûts marginaux.

⁴Ce cas-là, appelé « fil de rasoir », fait référence aux externalités positives d'apprentissage compensant exactement les rendements d'échelles négatifs. Ceci nous amène à une fonction de production AK.

Plus récemment, Levine (2004) et Demirguc-Kunt et Levine (2008) définissent les principales fonctions qui doivent être développées par le système financier afin de faire face aux imperfections du marché et augmenter la croissance :

➤ *Collecte d'informations et allocation optimale des ressources*

Le coût associé à l'évaluation des conditions du marché, des dirigeants et des entreprises peut s'avérer très élevé pour les investisseurs. En effet les investisseurs n'ont ni la capacité ni les moyens nécessaires pour avoir accès à ces informations qui sont pourtant indispensables pour choisir le projet d'investissement le plus rentable. D'où l'importance du rôle joué par les marchés et les intermédiaires financiers, qui grâce aux informations collectées et traitées, réduisent les coûts, améliorent l'allocation des ressources et limitent les risques associés à l'investissement, ce qui aura tendance à accélérer la croissance économique. Cette idée a été appuyée par Wurgler (2000). L'auteur explique que les pays ayant un niveau de développement élevé n'investissent pas plus que les pays à niveau de développement financier faible, mais plus efficacement. Ce résultat vient du constat que l'auteur a fait suite à une étude menée sur un échantillon de 65 pays. Wurgler (2000) conclut que les pays dont le niveau de développement est élevé investissent plus dans les industries en croissance et moins dans celles en déclin. De même, Love (2000) étudie l'hypothèse selon laquelle le développement financier influe sur la croissance en diminuant les *asymétries d'information*. Elle propose un modèle d'investissement en utilisant des données d'entreprises provenant de quarante pays. L'auteur conclut que le développement financier diminue la sensibilité de l'investissement à la disponibilité des fonds internes, ce qui est équivalent à une diminution des contraintes de financement et à une amélioration de l'allocation du capital.

➤ *Contrôle de la gouvernance des entreprises*

La capacité des apporteurs de fonds d'une entreprise à surveiller efficacement ses activités et à veiller à la bonne utilisation des capitaux alloués a des répercussions sur les décisions d'épargne et d'affectation des ressources. En effet, dans la mesure où les actionnaires exercent une surveillance plus efficace et incitent les gestionnaires à maximiser la valeur des entreprises, ces dernières vont forcément allouer plus efficacement les ressources et feront en sorte que les épargnants soient motivés à financer la production et l'innovation. Une faible gouvernance permet aux managers de poursuivre les projets dont ils peuvent tirer bénéfices au détriment de l'entreprise et de l'économie en général. L'efficacité des

mécanismes de gouvernance d'entreprise a donc un impact direct sur la performance de ces dernières.

➤ *Améliorer la gestion et la diversification du risque :*

Le système financier peut atténuer le risque associé aux projets individuels et aux entreprises par le partage du risque. Levine (2004) fait la distinction entre trois catégories de gestion des risques adoptées par le marché et les intermédiaires financiers : la diversification transversale du risque, le partage inter-temporel du risque et la gestion du risque de liquidité.

Le système financier permet une diversification transversale du risque qui se traduit par une augmentation des possibilités de diversification des portefeuilles d'actifs. Cela augmentera le nombre de projets risqués (mais rentables) financés, améliorera la productivité et accélèrera la croissance économique. Le partage inter-temporel consiste en un lissage des risques dits non diversifiables à une date t . Allen et Gale (1997) distinguent deux stratégies de lissage des risques : le partage des risques entre les générations et l'accumulation d'actifs pour lisser la consommation dans le temps. En plus de la diversification inter-temporelle et transversale, le système financier permet également une meilleure gestion du risque de liquidité. Les intermédiaires financiers, en réduisant le risque de liquidité, permettent aux déposants individuels d'investir dans des projets à long terme moins liquides mais plus productifs, au lieu d'investir dans des projets à court terme plus liquides mais moins productifs.

➤ *Faciliter l'échange des biens et services :*

Le système financier, stimule le développement des échanges de biens et services en assurant aux agents économiques une baisse des coûts de transaction et la disponibilité d'information. Cela se traduit par une croissance économique soutenue. Selon Jacquet et Pollin (2007), cet effet sur la croissance s'explique par la relation entre le développement des échanges et la spécialisation, l'efficacité productive et l'innovation. Dans une étude menée sur 74 pays développés et en développement, Beck et *al.* (2000) étudient l'effet du développement financier sur les déterminants de la croissance économique. Ils trouvent que le développement financier augmente la croissance économique. Ils soulignent le fait que cette relation émane surtout de l'effet du développement financier sur *la croissance de la productivité* plutôt que sur l'augmentation de l'épargne et l'accumulation du capital. Les résultats de Beck et *al.* (2000) sont cohérents avec la vision schumpétérienne [Schumpeter, 1911] de la finance et du développement. Selon Schumpeter (1911), la finance affecte

positivement la croissance économique par le canal de la productivité totale des facteurs. Le système financier met alors à la disposition des agents économiques un système de paiement efficace pour faciliter la réalisation de leurs transactions et développer ainsi l'activité économique.

2.2. La globalisation financière et la croissance économique : canaux directs et indirects

L'effet bénéfique de la libéralisation financière internationale sur la croissance économique a été appuyé par plusieurs travaux aussi bien théoriques qu'empiriques. En effet, par la résolution des problèmes de rareté des capitaux, d'allocation de ces derniers dans des projets productifs, de diversification du risque et de carence en matière de nouvelles technologies, la libéralisation financière internationale permet d'assurer en théorie le développement financier et la croissance économique.

Dans une étude exhaustive portant sur les coûts et les bénéfices de la libéralisation financière, Prasad, Rogoff, Wei et Kose (2006) trouvent qu'une telle politique peut agir sur la croissance économique de façon directe ou indirecte (figure 1.2). Nous développons ci-dessous ces canaux directs et indirects qui expliquent la relation entre l'ouverture financière internationale et la croissance économique.

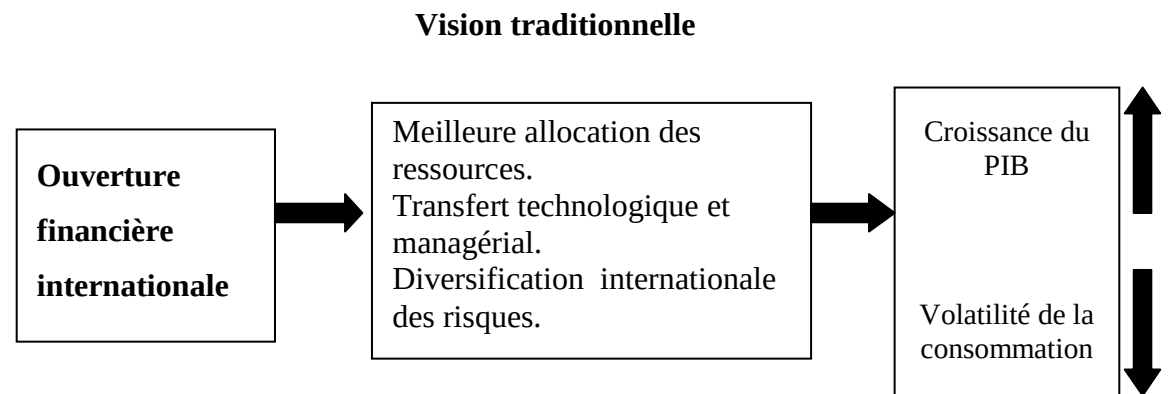
2.2.1. Canaux directs

Les canaux directs sont liés aux facteurs déterminants de la croissance économique, à savoir l'augmentation de l'épargne intérieure, la réduction du coût du capital, le transfert de nouvelles technologies et le développement du secteur financier domestique.

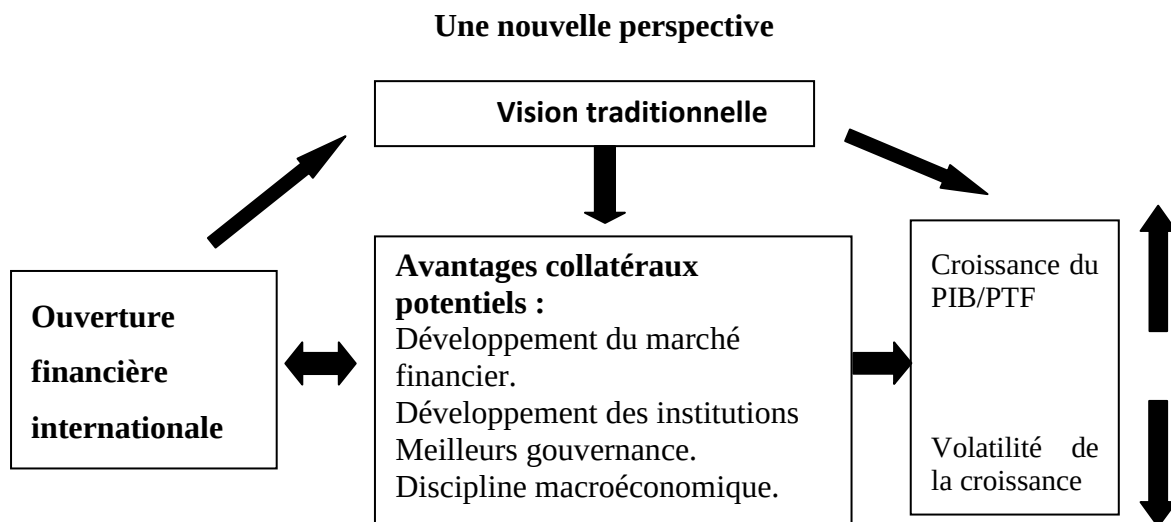
a) Augmentation de l'épargne intérieure

« La globalisation financière peut mener à un assouplissement des contraintes de l'insuffisance de l'épargne intérieure. En effet, les flux de capitaux des pays riches vers les pays pauvres permettent d'augmenter les investissements dans les pays pauvres (à besoin de financement) et fournissent en même temps un rendement plus élevé dans les pays riches (à capacité de financement) » Kose, Prasad, Rogoff et Wei (2004).

Figure 1-2 Les avantages de l'intégration financière



« La vision traditionnelle privilégie les voies directes par lesquelles les flux de capitaux peuvent accroître le PIB et réduire la volatilité de la consommation. »



« Sans nier l'importance des voies traditionnelles, les auteurs avancent l'idée que l'effet de catalyse joué par la mondialisation financière sur certains avantages collatéraux contribue peut être davantage à stimuler la croissance du PIB/ Productivité Totale des Facteurs et rendre la consommation moins volatile. »

Source : Kose Prasad Rogoff et Wei, 2006

McKinnon (1973) et Shaw(1973) développent l'idée selon laquelle la libéralisation financière interne implique des taux d'intérêt réels plus élevés (puisque les contrôles sur ces derniers sont levés). Cette augmentation du niveau des taux d'intérêt est censée stimuler l'épargne. L'hypothèse sous-jacente suppose que l'épargne est sensible aux taux d'intérêt. Un

niveau élevé d'épargne servira à financer un volume élevé d'investissement, conduisant à une augmentation de la croissance économique. Selon cette hypothèse, on doit donc s'attendre, suite à la libéralisation financière, à enregistrer un taux d'épargne plus élevé, ainsi que des niveaux accrus d'investissements et de croissance.

Toutefois, les résultats des travaux traitant de la relation entre le taux d'intérêt réel et l'épargne restent ambigus. Ostry et Reinhart (1995) expliquent que l'effet du taux d'intérêt sur l'augmentation du taux d'épargne a peu de chance d'être observé dans les pays en développement les plus pauvres, où le choix de consommation est fortement influencé par des considérations de subsistance. Les données suggèrent que la sensibilité de l'épargne au taux d'intérêt augmente avec le niveau de revenu d'un pays. Par conséquent, les mêmes politiques menées dans différents pays pourraient produire des résultats très différents, en fonction du niveau de développement. D'où le rôle important joué par une libéralisation financière externe. En effet, les capitaux internationaux affluent en théorie des pays développés vers les pays en développement. Ces derniers sont caractérisés par une pénurie de capital et une insuffisance d'épargne intérieure. L'épargne étrangère viendra compléter l'épargne domestique pour financer un niveau d'investissement jugé nécessaire et assurer ainsi un niveau de croissance économique soutenu.

b) Réduction du coût du capital par une meilleure gestion du risque

Un meilleur partage des risques constitue l'un des avantages les plus importants dont peuvent bénéficier les pays en développement en libéralisant leurs marchés financiers. En effet, une intégration financière internationale facilite le partage du risque par la diversification internationale des portefeuilles. Une telle diversification des risques aura tendance à encourager les investissements et aura pour effet une croissance économique plus élevée. Notons aussi que le marché devient plus liquide suite aux entrées de capitaux internationaux, réduisant ainsi la prime de risque et le coût du capital. Cette théorie a été confirmée par Obstfeld (1994) et Henry (2003).

Achy (2003) explique que la libéralisation financière engendre une baisse du coût du capital en agissant sur les deux composantes de ce dernier à savoir le taux sans risque et la prime de risque. D'abord, la libéralisation financière est suivie d'une entrée des capitaux internationaux. Cet effet d'offre de nouveaux capitaux peut réduire le taux sans risque. Ensuite, l'afflux des capitaux va de pair avec un partage du risque plus large entre les

résidents étrangers et nationaux et une augmentation de la liquidité du marché, permettant ainsi une réduction de la prime de risque. Néanmoins, à l'instar de Henry (2000), Achy (2003) explique que la libéralisation ne conduit pas automatiquement à une baisse du coût du capital. L'auteur trouve qu'une telle politique peut augmenter le taux sans risque si la libéralisation de l'entrée de capitaux étrangers ne s'accompagne pas d'une libéralisation des sorties des capitaux domestiques. Ainsi, l'auteur trouve que l'augmentation ou la baisse du coût du capital suite à la libéralisation financière est une question qu'il faut traiter au cas par cas.

Un tel effet de partage du risque issu de la globalisation financière peut aussi dépendre du niveau de développement des pays. Kose et al. (2007) expliquent que les pays les moins développés sont incapables de réaliser un partage du risque efficace malgré le niveau important d'intégration financière atteint. Les auteurs avancent trois explications quant à cette théorie. D'abord, les engagements envers l'étranger des pays les moins avancés reposent principalement sur des capitaux instables comme les dettes qui ne peuvent permettre un partage efficace du risque. Les auteurs confirment cette idée par des résultats empiriques selon lesquels l'efficacité du partage du risque dans les pays en développement dépend de la composition des capitaux entrants (Investissements directs étrangers IDE, Investissements de portefeuille et dette). Ensuite, la combinaison entre libéralisation financière interne et externe peut engendrer un boom de consommation qui peut s'avérer néfaste s'il est financé par l'accumulation de la dette. Enfin, des flux de capitaux internationaux intermédiés par un système financier sous-développé (existant dans de nombreux pays en développement) peuvent être à l'origine d'un partage inefficace du risque. Ainsi, en agissant sur les contraintes de financement, la libéralisation financière devrait en théorie diminuer le coût du capital, augmenter les investissements et assurer ainsi une croissance économique soutenue. Toutefois, un certain nombre de conditions doivent être réunies au préalable.

c) Transfert de savoir-faire technologique et managérial

Le savoir-faire technologique et managérial acquis suite à la libéralisation financière est souvent transmis par l'intermédiaire des IDE. Les institutions financières internationales introduisent de meilleures pratiques de gestion sur les marchés domestiques. L'expérience ainsi apportée peut promouvoir le transfert de technologies dans les institutions financières domestiques, [Goldberg, 2004]. En effet, les IDE fournissent des capitaux à long terme avec de nouvelles technologies, un savoir-faire managérial et des capacités de commercialisation

qui, à leur tour, augmentent la croissance économique par la création d'emplois et de richesse, l'accroissement des compétences managériales, la diffusion des nouvelles technologies et la promotion de l'innovation [Adhikary, 2011].

Dotées d'une meilleure expertise dans le domaine de la gestion des risques, les banques étrangères peuvent avoir aussi un effet bénéfique sur la stabilité du secteur bancaire du pays hôte Mishkin (2001). Lorsque les examinateurs bancaires dans les pays hôtes trouvent de meilleures pratiques dans la gestion des risques, ils peuvent les diffuser dans l'ensemble du système bancaire de leurs pays d'origine. Cette idée a été défendue par Levine (1996), qui estime que l'assouplissement des restrictions sur l'entrée des banques étrangères peut améliorer la qualité, le prix et la disponibilité des services bancaires. L'auteur explique que les banques étrangères peuvent agir directement sur la performance des banques domestiques en apportant au marché du pays hôte de nouvelles compétences, des techniques de management, des procédures de formation, des technologies et des produits innovants. Les banques étrangères peuvent aussi agir sur la performance des banques du pays hôtes en augmentant la concurrence au sein du marché local.

Ainsi, le transfert du savoir-faire technologique et managérial introduit par les investisseurs étrangers (principalement par les investissements directs étrangers) permet d'améliorer la productivité et la croissance économique dans les pays hôtes. Toutefois, pour qu'un pays puisse bénéficier d'un tel transfert technologique et managérial provenant de la globalisation financière, il doit être doté d'un certain niveau de développement humain et économique.

d) Stimulation du développement du secteur financier domestique

Le développement du secteur financier domestique constitue un avantage majeur pour chaque pays qui opte pour la libéralisation financière. Klein et Giovanni (1999) montre que cet effet de la libéralisation financière sur le développement du secteur financier est vérifié dans le cas des pays développés et en développement. Les auteurs trouvent que les pays ayant procédé à une libéralisation du compte de capital bénéficient d'une augmentation significative de leur niveau de développement financier, contrairement aux pays qui continuent à maintenir un compte de capital réprimé. Levine (2001) trouve une relation positive entre libéralisation financière internationale et croissance économique. Il explique que «la libéralisation des restrictions sur les mouvements de capitaux internationaux améliore la liquidité des marchés

de capitaux, ce qui à son tour accélère la croissance économique, d'une part en promouvant la croissance de la productivité et d'autre part en permettant une plus importante présence des banques étrangères, ce qui a tendance à améliorer l'efficacité du secteur bancaire domestique. Les banques pourront ainsi améliorer la croissance économique en stimulant la productivité.». De même, Bonfiglioli (2004) a démontré que la libéralisation des transactions financières internationales génère une concurrence internationale en matière de placement fonds, ce qui conduit à une allocation efficace des capitaux vers les projets les plus productifs. Ainsi, la globalisation financière peut jouer un rôle important dans le développement des institutions financières locales, permettant au marché financier domestique d'accomplir efficacement sa fonction d'allocation optimale des capitaux et de générer un effet positif sur la croissance et la réduction de la pauvreté (Mishkin, 2005). Chinn et Itô (2006), en passant en revue la littérature théorique traitant de l'effet de la libéralisation financière sur le développement du secteur financier local, trouvent que plusieurs canaux peuvent expliquer cette relation. D'abord, par l'abolition des politiques de répression, la libéralisation financière permet une augmentation du taux d'intérêt réel atteignant son niveau d'équilibre concurrentiel. Ensuite, l'abandon du contrôle des capitaux permet aux investisseurs étrangers et domestiques de diversifier leurs portefeuilles. Ces deux canaux permettent une baisse du coût du capital et une augmentation de la disponibilité des capitaux destinés aux emprunteurs. La libéralisation financière peut aussi augmenter le degré d'efficacité du système financier en éliminant les institutions financières non efficaces. Enfin, la mise en place de réformes visant l'amélioration de l'infrastructure financière suite à la libéralisation financière peut réduire l'asymétrie d'information, ce qui diminue la sélection adverse et l'aléa moral tout en augmentant la disponibilité du crédit.

D'autres travaux, à l'inverse, suggèrent que l'effet de la libéralisation financière sur le développement financier n'est pas automatique. Seule une libéralisation simultanée des échanges commerciaux et des mouvements de capitaux internationaux permet une amélioration du niveau de développement financier. Rajan et Zingales (2003) font la distinction entre deux groupes d'intérêt domestiques : les opérateurs du secteur industriel et ceux du secteur financier. Suite à l'ouverture commerciale, les opérateurs secteur industriel sont obligés d'augmenter leurs investissements pour faire face à la concurrence étrangère accrue et peuvent donc se financer en capitaux étrangers grâce à la libéralisation financière externe. L'ouverture commerciale met ainsi les banques domestiques en concurrence avec les

banques et les marchés financiers étrangers. Face à la perte d'une partie de leurs clientèles, les banques domestiques se trouvent alors obligées de renforcer leurs cadres institutionnels et améliorer leurs services pour regagner la confiance de leurs clients (par le renforcement de la protection des investisseurs, l'augmentation de la transparence, l'amélioration de l'exécution des contrats...). De telles mesures sont de nature à augmenter le développement financier. Ito Hiro (2005) confirme aussi que l'ouverture commerciale explique la relation entre l'ouverture financière et le développement du secteur financier. Il trouve que cette relation dépend en plus du niveau développement du cadre légal et institutionnel

➤ *Entrée des banques étrangères et efficacité des banques domestiques :*

L'entrée des banques étrangères dans un marché financier libéralisé se matérialise par l'ouverture d'une succursale ou d'une filiale de banques étrangères dans un pays d'accueil pour y réaliser des opérations financières. La libéralisation des marchés financiers locaux stimule alors l'internationalisation du secteur bancaire. Le choix du pays d'accueil par les banques multinationales reste conditionné par plusieurs facteurs. L'implantation des banques étrangères dans les pays hôtes dépend en premier lieu du degré d'ouverture du secteur financier. En effet, la dérèglementation du secteur bancaire des pays émergents et l'abolition des barrières à l'entrée des banques étrangères facilite l'entrée et l'intégration de ces dernières dans le secteur financier du pays hôte. Le deuxième critère de choix du pays hôte est la volonté des banques étrangères d'être à proximité de leurs clients installés à l'étranger.

En effet, les banques suivent leurs clients pour leur fournir des services bancaires à l'étranger. Le choix du pays de destination s'explique aussi par les opportunités de profit qui s'offrent aux banques multinationales. Les opportunités de profit peuvent être liées aussi bien aux caractéristiques du pays hôte qu'à celles des pays d'origine. Ces caractéristiques avantageuse se distinguent par le type de réglementation (restrictive ou laxiste), les perspectives de rendement, le niveau de concurrence et de croissance économique, [Clarke *et al.*, 2003].

Ainsi, l'installation des banques à l'étranger est motivée par l'idée que les gains attendus d'un tel choix l'emportent sur les pertes possibles. Plusieurs arguments qui plaident en faveur de l'entrée des banques étrangères ont été présentés dans la littérature. La présence des banques étrangères peut augmenter les capitaux disponibles en y facilitant l'entrée des flux de capitaux internationaux. Elle peut ainsi soutenir l'offre de crédit domestique, améliorer la qualité, agir sur la tarification et améliorer la disponibilité des services financiers, soit directement par

l'offre de services avantageux, soit indirectement par la création d'une concurrence avec les institutions financières domestiques en matière de prestation de services. La présence des banques étrangères peut enfin améliorer l'infrastructure du système financier en y apportant plus de transparence, une meilleure régulation, de nouvelles techniques de gestion des risques, etc.

Moreno et Villar (2005) expliquent qu'une plus grande présence des banques étrangères peut améliorer la concurrence. Une telle concurrence s'avère souhaitable pour un certain nombre de raisons: elle permet d'améliorer l'efficacité des services financiers, stimuler l'innovation et contribuer à la stabilité du marché financier local. Elle peut également faciliter l'accès des emprunteurs qualifiés au financement, développer par la même le volume des prêts accordés et stimuler ainsi la croissance économique. Aussi, grâce à l'entrée des banques étrangères, le secteur bancaire domestique bénéficie d'une évaluation et une tarification des risques de crédit plus sophistiquées. De même, la présence de banques étrangères impose généralement une supervision bancaire domestique rigoureuse, un cadre légal adéquat et une transparence globale. Les banques étrangères représentent aussi une source stable de crédit à l'appui de leurs banques « mère » et la facilité de leur accès aux marchés internationaux. De ce fait, les marchés financiers intérieurs deviennent moins vulnérables aux chocs domestiques. Enfin, la présence de banques étrangères entraîne une réduction des coûts associés à la recapitalisation et la restructuration des banques dans la période post-crise. Les avantages précités ont été défendues par plusieurs travaux [Levine ,1996 ; Barth, Caprio et Levine 2001 ; Mishkin, 2003 ; Vogel et Winkler, 2010,Bayraktar et Wang, 2004, etc.] qui expliquent qu'une restriction sur l'entrée des banques étrangères est généralement associée à une faible efficacité des banques domestiques. aboutissent aux mêmes résultats selon un travail empirique qui porte sur l'effet de l'entrée des banques étrangères et l'efficacité des banques domestiques. Les auteurs trouvent que les banques étrangères agissent positivement sur les banques domestiques en baissant le coût de l'emprunt et en facilitant l'accès à des services financiers de qualités meilleures.

Demirguc-Kunt *et al.* (1998) distinguent, parmi les effets de l'entrée des banques étrangères sur la croissance économique du pays d'accueil, des avantages directs et indirects. Les avantages directs s'expliquent par le fait que les banques étrangères, en injectant des capitaux supplémentaires dans les pays hôtes, cherchent toujours à optimiser la rentabilité des fonds apportés. Pour ce faire, elles exercent un contrôle efficace et rigoureux sur les sociétés

emprunteuses afin d'assurer un emploi productif des fonds prêtables. Un tel comportement est de nature à stimuler l'efficacité de l'allocation des ressources financières, menant ainsi à une accélération de la croissance économique dans les pays hôtes. Les banques étrangères peuvent aussi imposer indirectement une meilleure allocation des ressources par le jeu de la concurrence en poussant les banques domestiques à améliorer l'efficacité opérationnelle de leurs services financiers. La différence entre les effets « directs » et les effets « indirects » réside donc d'une part dans la politique de sélection des emprunteurs par les banques étrangères dans l'objectif de rentabiliser les fonds prêtés. Cette politique de sélection influe directement sur l'efficacité de l'allocation des fonds. D'autre part, les banques domestiques obligées à rivaliser avec leurs concurrents nationaux et étrangers s'efforceront elles aussi à assainir leurs portefeuilles de prêts et aboutir à une meilleure allocation de leurs ressources. Dans les deux cas, les ressources sont mieux réparties et leur rendement est plus élevé ce grâce à l'apport des banques étrangères.

En outre, la présence des banques étrangères met en confiance les déposants, diminue la probabilité d'une panique bancaire et minimise le risque d'arrêts brusques et de renversements des flux de capitaux. Par ailleurs, une libre entrée des banques étrangères peut aussi être néfaste pour l'efficacité et le développement du secteur bancaire domestique. Claessens *et al.* (2001) et Tresselt et Verdier (2007), trouvent qu'en accaparant les marchés et les clients les plus lucratifs et les moins risqués, les banques étrangères pénalisent les banques domestiques.

En somme, en dépit de certains avis négatifs, plusieurs études s'accordent que la libéralisation financière internationale peut stimuler le développement du secteur financier domestique, sous réserve de réunir certaines conditions préalables.

2.2.2. Canaux indirects

Outre l'effet direct que peut avoir la libéralisation financière sur la croissance économique, il peut y avoir des bénéfices collatéraux qui expliquent l'existence d'une relation positive: il s'agit d'un plus grand niveau de spécialisation de production induit par une meilleure gestion du risque, ainsi qu'une amélioration du cadre institutionnel et macroéconomique par l'intermédiaire de « l'effet de discipline » de la globalisation financière. Ces bénéfices collatéraux ne représentent pas la principale motivation des décideurs politiques quant à la libéralisation de leurs secteurs financiers.

a) Promotion de la spécialisation

La promotion de la spécialisation est souhaitable car elle permet d'accroître le niveau d'efficacité et la compétitivité au sein des différents secteurs. La relation entre l'ouverture financière et la spécialisation industrielle s'explique par le rôle que joue la libéralisation financière dans le partage du risque entre différents pays [Kalemli-Ozcan *et al.* 2003].

En effet, en l'absence de mécanismes de gestion des risques, une structure de production spécialisée risque d'exposer les pays à une forte instabilité de la production menant à une forte instabilité de la consommation. Laquelle instabilité peut entraîner un faible niveau d'épargne et d'investissement. Par ailleurs, la globalisation financière génère un meilleur partage des risques qui permet d'atténuer cette éventuelle instabilité et d'encourager par conséquent la spécialisation, [Kose, Prasad, Rogoff et Wei, 2003].

Bos *et al.* (2011) trouvent qu'en permettant l'accès aux marchés étrangers, l'intégration financière peut apporter un plus large éventail de sources de financement et d'opportunités d'investissement, permettant de découpler la production de la consommation à travers le partage du risque entre les pays. Il en résulte une spécialisation moins coûteuse et dépourvue de risque. L'effet bénéfique de la spécialisation issue de la globalisation financière a aussi été souligné par Le-Cacheux (2002). L'auteur conclut que « Parce qu'il engendre la spécialisation, l'échange international favorise l'efficacité productive, en permettant à chaque pays de se perfectionner dans les productions pour lesquelles il dispose d'un avantage comparatif ». Il explique aussi que l'intensification et la promotion des échanges internationaux de capitaux favorise la diffusion internationale des innovations et de progrès technique.

Ainsi, en jouant un rôle capital dans la diversification et le partage des risques, la globalisation encourage la spécialisation, qui à son tour, se répercute favorablement sur la compétitivité et permet aux pays d'atteindre un niveau de croissance économique élevé.

b) Adhésion à de meilleures politiques macroéconomiques

Si les flux de capitaux internationaux deviennent plus abondants et qu'ils réagissent négativement face à des mauvaises politiques monétaires et budgétaires, les Etats sont alors incités à instaurer des politiques macroéconomiques saines. Tytell et Wei (2004) examinent l'effet disciplinaire des flux de capitaux sur les politiques monétaires et budgétaires. Ils

constatent que les pays ayant des niveaux d'ouverture financière plus élevés sont susceptibles de tirer de meilleurs résultats de leurs politiques monétaires en termes de stabilité des prix. En effet, quand les capitaux internationaux sont indispensables pour l'économie du pays hôte et qu'ils réagissent négativement face à de mauvaises politiques monétaires, les décideurs sont dès lors plus motivés à adopter une démarche plus efficace. Toutefois Tytell et Wei (2004) avancent que ce résultat peut être biaisé. Le lien de causalité peut s'expliquer plutôt par l'effet des politiques monétaires saines qui entraînent un afflux des capitaux internationaux et non par un effet de discipline de ces capitaux sur la stabilité des prix. En effet, le choix du pays hôte par les investisseurs internationaux peut être motivé par la fiabilité de la politique monétaire (effet « *pull* »). Par ailleurs, les auteurs ne trouvent pas de preuves d'une quelconque relation entre l'ouverture financière et l'amélioration des politiques budgétaires.

L'effet de discipline de la globalisation financière sur les politiques macroéconomiques a été justifié par des preuves empiriques et théoriques dans une étude menée par Gupta (2008). L'auteur trouve que l'effet de l'ouverture du compte de capital sur l'inflation est négatif. Il affirme que l'ouverture du compte de capital a tendance à discipliner les autorités monétaires en pénalisant les politiques laxistes. De même, Prasad, Rogoff, Wei et Kose (2003) trouvent que, outre le renforcement de la croissance économique, l'un des avantages théoriques de la mondialisation financière est celui de permettre aux PED de mieux gérer la volatilité macroéconomique en réduisant notamment la volatilité de la consommation par rapport à celle des rendements.

La libéralisation financière impose ainsi une discipline de marché et augmente les coûts de politique macroéconomique inadaptée. C'est la raison pour laquelle les décideurs politiques adoptent des politiques macroéconomiques plus saines en vue d'éviter le risque de retournement des capitaux internationaux et les coûts qui en découlent.

c) Attraction des flux de capitaux par l'adoption de meilleures politiques

Quand un pays adopte une politique d'intégration financière, il émet indirectement un signal aux investisseurs étrangers annonçant l'adoption de meilleures politiques et l'abolition des restrictions (déréglementation), ce qui permettra d'encourager l'investissement et d'augmenter le flux de capitaux vers ces pays. Bartolini et Drazen (1997) font valoir que les gouvernements peuvent utiliser la libéralisation du compte de capital pour manifester leurs engagements dans une politique de réformes et attirer par ce signal les investisseurs étrangers.

De nombreux pays, dont la Colombie, l'Égypte, l'Italie, la Nouvelle-Zélande, le Mexique, l'Espagne, l'Uruguay, et le Royaume-Uni, ont bénéficié d'importants apports de capitaux suite à la suppression des restrictions sur les sorties de capitaux. La libéralisation du mouvement de capitaux augmente donc la crédibilité du pays hôte à l'égard des investisseurs étrangers. Kose, dans le Bulletin du FMI (2003), soutient l'idée selon laquelle le pays qui procède à l'ouverture de son secteur financier envoie un signal signifiant sa volonté d'adopter des politiques favorables à l'investissement. L'ouverture financière est alors un facteur d'attractivité des investisseurs internationaux. Ces derniers sont attirés par les gains potentiels à réaliser dans le pays hôte qui présente désormais des opportunités d'investissements attrayantes.

d) Développement des institutions et meilleure gouvernance

La mondialisation financière peut, avec une bonne gouvernance et un cadre institutionnel fiable, augmenter le niveau de croissance d'un pays. En effet, la qualité de la gouvernance, le cadre juridique, le niveau de corruption et le degré de transparence sont des facteurs qui peuvent influencer sur l'allocation des capitaux. Ceci est d'autant plus vrai dans le cas d'une économie ouverte au flux de capitaux internationaux. L'ouverture financière se traduit par une plus grande disponibilité de financement qui doit être gérée dans un cadre institutionnel développé. Ainsi, afin de bénéficier des avantages escomptés de la libéralisation financière internationale, les décideurs politiques veillent à assurer un cadre institutionnel adéquat. Stulz (1999) soutient que la globalisation financière améliore la gouvernance des entreprises domestiques. La présence de nouveaux actionnaires et d'entrepreneurs potentiels peut induire un suivi plus étroit de la gestion. De même, l'auteur explique que les investisseurs étrangers, munis d'un savoir-faire accru et d'un avantage dans les technologies d'information, peuvent procéder à une meilleure gestion des entreprises qui profitent aux investisseurs domestiques.

La globalisation financière devrait en théorie permettre aux pays qui y adhèrent d'augmenter leur niveau de croissance par l'intermédiaire de plusieurs canaux directs et indirects. Toutefois, d'autres aspects de la libéralisation financière internationale peuvent aussi expliquer l'effet d'une telle politique sur la croissance économique des pays. En effet, la composition des flux des capitaux et leur aspect bidirectionnel peuvent apporter une explication quant à l'effet de la globalisation financière sur la croissance économique.

Section 3 : Composition et caractère bidirectionnel des flux de capitaux internationaux

L'adoption de la politique de libéralisation financière internationale par plusieurs pays dans le monde a engendré un important mouvement de capitaux internationaux. La composition de tels flux de capitaux varie d'un pays à l'autre. La dite composition dépend de plusieurs facteurs tel que le niveau de développement financier et institutionnel dans les pays hôte. Les différents travaux qui traitent de l'effet de la libre circulation des capitaux sur la croissance économique s'accordent sur l'incidence positive des IDE, suivis des investissements de portefeuille.

Par contre, les flux de dettes sont incontestablement ceux qui représentent le plus de risque d'arrêt soudain et de retrait en cas de choc subis par le pays hôte [Reisen et Soto, 2001]. D'où la conclusion admise par Prasad (2003) qui trouve que *« ce n'est pas seulement le montant global des entrées de capitaux mais aussi leur nature qui détermine au bout du compte ce que la mondialisation financière apporte à un pays »*.

Nous définissons ci-après les différentes natures de capitaux privés (investissement direct à l'étranger, investissement de portefeuille et titres de créance) et nous expliquons leurs différents effets sur la croissance économique.

3.1. Les investissements directs étrangers (IDE)

Pour un pays hôte, il y a investissement direct étranger (IDE) lorsqu'un investisseur non résident effectue un placement en vue d'acquérir un engagement durable (à long terme) dans l'une de ses entités résidentes. Une telle opération de placement confère à l'investisseur un pouvoir de décision effectif sur la gestion de cette entité [FMI, 1993⁵]. Afin de distinguer les IDE des autres types d'investissement, le Fonds Monétaire International (FMI) a fixé un seuil minimal de détention de 10% du capital social de l'entreprise objet de l'investissement. Au-delà de ce seuil, il s'agit d'investissement de portefeuille. Les IDE peuvent faire l'objet de création d'entreprise nouvelle (investissement de création) ou de modification du statut de propriété des entreprises existantes (par des fusions et des acquisitions). Sont également définis comme IDE, d'autres types de transactions financières entre des entreprises

⁵ FMI (1993), « Manuel de la balance de paiement », 5^{ème} édition

apparentées, notamment les opérations de réinvestissement des bénéfices de l'entreprise ayant obtenu l'IDE, ou d'autres transferts en capitaux [OCDE, 2003].

Dans les premiers modèles de croissance néo-classique, l'IDE augmente le stock de capital et favorise la croissance économique par le financement de la formation de capital. Ainsi, l'impact de l'entrée des IDE est le même que celui des investissements des capitaux nationaux, ayant un effet à court terme sur la croissance en raison des rendements décroissants des capitaux (l'abondance des capitaux entraîne la détérioration de leur rentabilité) [Tekin, 2012]. La nouvelle théorie de la croissance met l'accent sur les changements technologiques. Les IDE sont dès lors supposés avoir un impact positif sur la croissance économique, à la fois sur le court et le long terme. Ils sont plus productifs que l'investissement national : les retombées technologiques des IDE pourraient compenser l'effet de la loi des rendements décroissants du capital et permettre à l'économie une croissance soutenue à long terme [Bosworth et Collins, 1999 et Herzer et al. 2008]. Ainsi, la participation des entreprises étrangères dans les firmes domestiques encourage le transfert de technologies vers le pays hôte, favorise le développement du capital humain en offrant une formation aux employés et impose une allocation efficace des ressources sous l'effet de la libre concurrence. Elle renforce également la gestion des entreprises en permettant aux pays d'accueil l'accès aux pratiques de gouvernance des entreprises telles qu'adoptées par les économies développées.

De par leur caractère stable et de long terme, les IDE sont des capitaux étrangers privilégiés par de nombreuses économies émergentes. Toutefois, l'effet des IDE sur la croissance économique dépend de certains facteurs tels que : le niveau du revenu par tête, l'ouverture commerciale, le capital humain et le développement du marché financier.

Borensztein *et al.* (1998) ont mené une étude sur l'effet des IDE sur la croissance économique dans 69 PED durant la dernière décennie. Leurs résultats suggèrent qu'en assurant un transfert technologique, l'IDE améliore par la même la croissance économique du pays en question. Les auteurs ont également constaté qu'il existe un effet de complémentarité entre les IDE et le capital humain. Ainsi, la contribution de l'IDE à la croissance économique est renforcée par son interaction avec le niveau du capital humain dans le pays hôte. De même, De Mello (1999), dans une étude réalisée en donnée de panel sur un échantillon de 32 pays membres et non membres de l'OCDE, trouve que les flux des IDE influent sur la promotion de la croissance économique aussi bien dans les pays de l'OCDE que dans le reste des pays de l'échantillon. L'auteur montre que les IDE agissent positivement sur la croissance

économique par l'intermédiaire du transfert de technologies et du savoir-faire. En revanche, l'auteur souligne que cet effet dépend du niveau de complémentarité et de substitution entre les IDE et le niveau d'investissement du pays hôte. Quant à l'effet des IDE sur la productivité d'un pays, De Gregorio (1992) trouve qu'il est trois fois plus important que celui des investissements domestiques. L'auteur explique qu'« *en augmentant le stock de capital, l'IDE peut augmenter la production et la productivité du pays grâce à une utilisation plus efficace des ressources existantes et en affectant les ressources non utilisées.* » L'IDE permet de faire appel à des technologies et des connaissances qui ne sont pas facilement disponibles pour les investisseurs nationaux et d'augmenter de ce fait la croissance de la productivité dans l'ensemble de l'économie. De même, ces investissements poussent à l'amélioration de la réglementation interne et au renforcement de la supervision afin de mieux évaluer l'apport des nouveaux produits et méthodes introduites par les investisseurs étrangers [Goldberg, 2004].

Les effets des IDE se répercutent aussi bien sur le pays hôte que sur le pays d'origine. En effet, si ces investissements sont complémentaires à la production nationale (par exemple, les filiales étrangères), une augmentation de l'activité d'investissements à l'étranger par le pays d'origine peut promouvoir une plus grande production intérieure [Desai *et al.* 2005]. Par contre, si les IDE sont plutôt des substituts aux investissements domestiques (la production nationale déplacée à l'étranger en raison d'une détérioration des conditions d'investissement domestique), l'investissement à l'étranger entraînera une baisse de la production dans le pays d'origine. Notons aussi que l'importation des IDE, permet aux firmes des pays en développement d'obtenir des informations sur les marchés étrangers et les politiques et les règles adoptées par les pays développés.

3.2. Les investissements de portefeuille

L'investissement de portefeuille est une opération de placement par laquelle un non-résident achète des titres de participation ou des obligations émis par une entreprise domestique. Contrairement à l'IDE, ce type d'investissement permet seulement une prise de participation, mais ne donne pas à l'investisseur le droit de contrôle sur l'entreprise. L'entrée des investissements de portefeuille vers les pays émergents a motivé un certain nombre de chercheurs à étudier de plus près ce type de flux. La plupart des travaux suggèrent que les flux d'investissement de portefeuille ont un impact positif sur la croissance économique des pays hôtes. En effet, les investissements de portefeuille augmentent la liquidité du marché de

capitaux domestique et participent au financement d'une large gamme d'investissements attractifs. Les investissements de portefeuille permettent également de transférer aux marchés de capitaux domestiques un savoir-faire managérial, ils contribuent à la dynamisation des marchés boursiers locaux et appuient le droit des actionnaires dans la gouvernance des entreprises. Ce type de capitaux introduit aussi de nouvelles technologies et de nouveaux instruments de gestion sur le marché des capitaux domestique. Le transfert de compétences technologiques et managériales permet au pays hôtes une meilleure allocation des ressources dans des investissements plus efficaces [Evans, 2002].

En passant en revue la littérature théorique portant sur les des investissements de portefeuilles, Pal (2006) énumère les principaux résultats trouvés. Tout d'abord, l'afflux des investissements de portefeuille peut fournir aux pays en développement une source de financement étranger en substitution de l'endettement extérieur. En effet, ces pays étant en besoin de financement, les investissements de portefeuille viennent compléter l'épargne intérieure destinée au financement de l'investissement. Par ailleurs, les investissements de portefeuille, en attirant des devises dans les pays en développement, réduisent la pression d'une pénurie de réserves et permettent ainsi à ces pays d'importer les biens d'investissement dont ils ont besoin. Ensuite, l'afflux de capitaux étrangers augmente l'efficacité allocative du capital dans le pays hôte. Les investissements de portefeuille permettent un transfert des ressources financières des pays ayant une abondance de capital mais un faible rendement, vers les pays où les capitaux sont rares et le rendement est élevé. Les flux de capitaux vers les pays en besoin de financement réduisent le coût du capital et augmentent l'investissement productif grâce à l'efficacité allocative des fonds placés. Enfin, Pal (2006) trouve que l'impact des investissements de portefeuille sur l'économie d'un pays hôte s'explique par ses différents effets sur le marché de capitaux domestique. Parmi ces effets positifs, les investissements de portefeuille ont l'avantage de dynamiser le marché boursier local et contribuer à la hausse des cours. Cela se traduit par l'amélioration du ratio cours/bénéfices (*price earning ratios- PER*) des entreprises. Notons qu'un ratio PER élevé conduit à une baisse des coûts de financement se répercutant favorablement sur l'investissement local. L'effet positif est stimulé par une concurrence locale nourrie par des institutions financières étrangères. Cette concurrence nécessite l'importation de plus de technologies financières sophistiquées, une adaptation des technologies à l'environnement des pays hôtes et d'avantage d'investissements dans le

traitement de l'information et des services financiers. Un environnement pareil permet une plus grande efficacité dans l'allocation du capital et un meilleur partage du risque.

Toutefois, l'afflux des investissements de portefeuille vers les pays en développement est très négligeable en comparaison avec les IDE. L'une des raisons serait l'existence de plusieurs barrières formelles et informelles qui découragent les investisseurs étrangers. Bekaert (1995) explique que dans de nombreux pays en développement, il est interdit pour les investisseurs étrangers de détenir des parts majoritaires. De même, dans certains PED, les impôts prélevés sur les bénéfices réalisés par les activités d'investissement sont relativement élevés. Quant aux barrières indirectes, elles s'expliquent par des différences dans la disponibilité de l'information, les normes comptables et la qualité de la protection des investisseurs. Thapaet Poshakwale (2011) expliquent le volume négligeable d'investissement de portefeuille vers les PED par leur faible niveau de développement institutionnel. En effet, les actionnaires étrangers sont plus motivés par l'investissement dans des pays dotés de droit de protection des investisseurs étrangers. Ainsi, il est évident qu'en améliorant la qualité et l'efficacité des lois en faveur de la protection des investisseurs étrangers, il y aura plus d'investissement de portefeuille vers les PED. Notons aussi que le faible niveau de développement des marchés de capitaux dans ces pays est aussi de nature à décourager les investisseurs étrangers.

3.3.Dettes

La théorie économique traitant de l'effet de la dette extérieure sur la croissance économique stipule que la relation est non linéaire : il s'agit de la théorie du surendettement «*Debt Overhang* ». Selon cette théorie, l'endettement a, jusqu'à un certain seuil, un effet positif sur la croissance économique. Si le niveau d'endettement dépasse ce seuil, la relation est désormais négative. Cette relation prend donc la forme de U inversé. Arrivé à un niveau seuil, la probabilité de remboursement commence à décroître. Le seuil en question représente une situation de surendettement insoutenable où le montant de la dette d'un pays dépasse sa capacité de remboursement. Au-delà de ce seuil critique, la baisse de la probabilité de remboursement freine l'investissement et affecte en conséquence la croissance économique. En effet, sachant que le gain de production va servir en grande partie au remboursement de la dette, les investisseurs ne sont plus intéressés par des projets jugés non rentables. Ce modèle explique donc qu'à un niveau raisonnable, la dette a tendance à augmenter la croissance. En

revanche, si la dette dépasse ce « seuil », elle risque d'entraver la croissance économique du pays.

La littérature portant sur l'effet de la libéralisation des mouvements des capitaux internationaux a aussi fait valoir l'importance du risque issue des flux de dette externe. Les flux de la dette semblent être plus volatiles et facilement réversibles en situation de choc subis par le pays hôte. En outre, à court terme, les crédits bancaires accordés aux PED sont pro-cycliques, c'est-à-dire qu'ils ont tendance à augmenter en période d'expansion et à diminuer rapidement en période de ralentissement économique. Etant de nature pro-cyclique et volatile, ces capitaux sont susceptibles d'amplifier les effets néfastes d'un choc négatif sur la croissance économique.

La libéralisation des flux de la dette peut aussi aggraver la vulnérabilité aux chocs, dans un pays doté d'un secteur financier faiblement supervisé. Notons aussi que les pays dont les conditions financières et économiques sont défavorables ont tendance à s'appuyer davantage sur la dette extérieure à court terme libellée en devises étrangères comme principale source de capitaux étrangers. L'endettement est une solution qui permet de pallier aux problèmes de liquidité sur les marchés financiers de ces pays. Néanmoins, comme on l'a expliqué ci-dessus, un niveau d'endettement élevé augmente la vulnérabilité du pays hôte aux chocs extérieurs. Un tel risque est d'autant plus important si le système financier domestique, au travers duquel ce capital est intermédié, souffre de problèmes de gouvernance et de manque de supervision.

Reisen et Soto (2001) ont mesuré l'effet des différentes catégories de flux de capitaux sur la croissance économique d'un échantillon de 44 pays en développement. Ils trouvent que les flux des IDE et des investissements de portefeuille ont un effet positif sur la croissance, tandis que les flux de dettes aussi bien à court terme qu'à long terme sont liés négativement à la croissance économique. De même, Wei (2006) affirme que les retournements soudains des flux de capitaux internationaux sont plus probables dans les pays qui dépendent plus du portefeuille de dettes (y compris les prêts bancaires) et moins de l'IDE. Plus récemment, Tong et Wei (2009) se sont intéressés à l'effet du volume et de la composition des flux de capitaux sur l'intensité de la crise de crédit à laquelle différentes institutions non financières ont fait face durant la crise de 2008-2009. Les auteurs ont utilisé des données relatives à 14307 institutions non financières dans 44 pays. Les résultats trouvés montrent qu'en moyenne, la baisse du prix des actions a été plus sévère pour les entreprises qui sont intrinsèquement plus

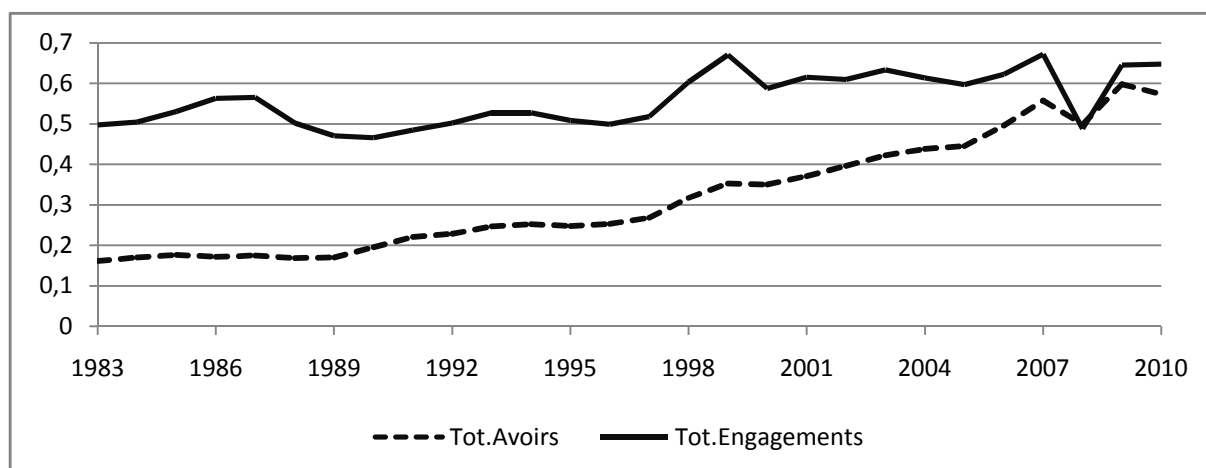
dépendantes des financements extérieurs pour financer les investissements à long terme. Tong et Wei (2009) trouvent aussi que, pour les économies émergentes, le volume des flux de capitaux n'a pas d'effet significatif sur la crise. Toutefois, c'est la composition des flux de capitaux qui pose problème. Une importante entrée de capitaux autre que les IDE pendant la période précédant la crise aggrave le crash du crédit, tandis que la dominance des IDE allège la contrainte de liquidité.

Ainsi, la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique dans les pays en développement est fortement liée à la composition des flux de capitaux internationaux. Ainsi, pour réussir leur politique de libéralisation financière, les PED doivent assurer une composition optimale des flux entrants en encourageant l'entrée d'IDE et d'investissement de portefeuille et en diminuant le recours à l'endettement étranger.

3.4.Composition et dynamique des flux de capitaux internationaux dans les pays en développement

La théorie économique stipule que la libre circulation des capitaux permettrait de compléter une épargne intérieure insuffisante dans les PED et une meilleure allocation des ressources, assurant ainsi une meilleure productivité et une croissance économique soutenue. Depuis le milieu des années 1980, plusieurs pays en développement ont adopté une politique de libéralisation financière internationale et ont enregistré un important afflux des capitaux internationaux et à moindre mesure une sortie des capitaux domestiques vers le reste du monde(Figure 1-4).En effet, ces pays sont essentiellement importateurs de capitaux compte tenu de leurs besoins en capitaux étrangers. Néanmoins, cette tendance va progressivement changer et les PED vont enregistrer une augmentation de leurs avoirs à l'étranger.

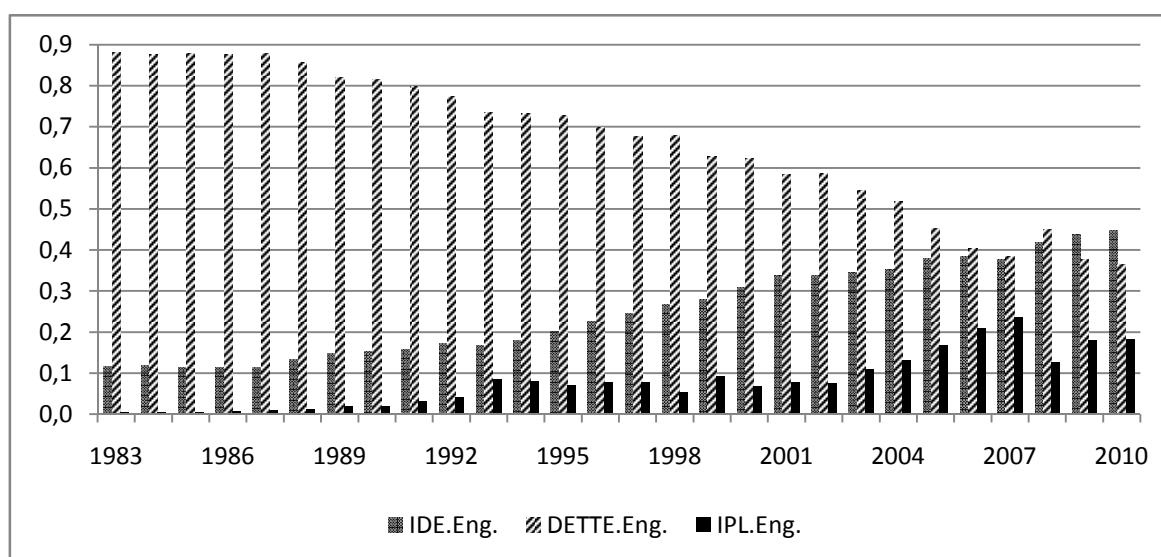
Figure 1-3 Evolution des flux d'engagements et d'avoirs étrangers (%PIB)



Source: auteur, à partir de la base de données Lane et Milesi-Ferretti (2007)

La composition de l'afflux des capitaux vers les pays en développement a changé au fil du temps. Les capitaux entrants dans les pays en développement étaient principalement sous forme de dette. Il y a eu par la suite une baisse progressive de l'afflux de ces capitaux contre une augmentation importante des IDE et des IPL (à moindre mesure). Les pays en développement ont ainsi diminué leurs recours aux dettes étrangères et ont privilégié des capitaux plus productifs et plus stables, à savoir les IDE et les investissements de portefeuille (Figure 1-5).

Figure 1-4 Composition de l'afflux des capitaux étrangers vers les PED (les engagements envers l'étranger)

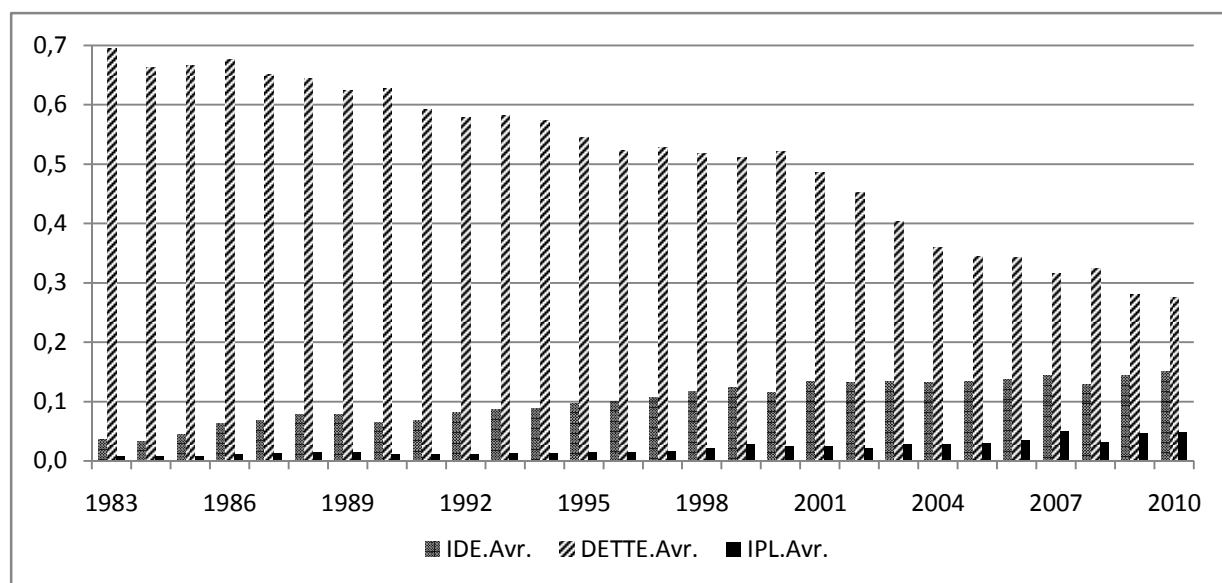


Source : auteur, à partir de la base de données Lane et Milesi-Ferretti (2007)

Ce changement dans la composition des flux de capitaux étrangers destinés aux PED reflète un développement positif du profil de risque de ces pays. Ceci peut s'expliquer par les leçons tirées des épisodes d'instabilité financière et économique passées.

On remarque aussi que les avoirs à l'étranger sont dominés par les prêts à l'étranger suivis des IDE (Figure 1-5). Toutefois, Une telle composition des avoirs à l'étranger des pays en développement va changer et on remarque une baisse progressive des flux de prêts accordés à l'étranger contre une augmentation des IDE.

Figure 1-5 Composition des capitaux sortant des PED (les avoirs à l'étranger)



Source : auteur, à partir de la base de données Lane et Milesi-Ferretti (2007)

Parmi les travaux qui ont étudié les facteurs expliquant l'exportation des capitaux (avoirs à l'étranger) des pays en développement vers le reste du monde, on peut citer Powell *et al.* (2002). Ces auteurs ont identifié trois principaux facteurs:

- *Le climat d'investissement* : Il s'agit des facteurs pouvant agir sur le niveau du risque et de rendement de l'investissement dans les pays hôtes. Les auteurs signalent parmi ces facteurs un ralentissement de la croissance économique pouvant diminuer le rendement attendu, un important déficit budgétaire qui peut augmenter les charges fiscales futures, etc. Le droit de propriété et le risque d'expropriation représentent d'autres facteurs pouvant augmenter le risque d'investissement sur le marché domestique. Aussi, les pays qui ont un niveau élevé de corruption, un droit de propriété inapproprié et une application laxiste des lois doivent s'attendre à une plus importante sortie des capitaux domestiques vers l'étranger. Notons qu'un

tel climat d'investissement est aussi de nature à décourager l'entrée des investisseurs étrangers dans ces pays.

- *Discrimination entre les capitaux étrangers et domestiques* : Le deuxième facteur pouvant encourager l'exportation des capitaux par les PED tel que présenté par Powell et Ratha (2002) consiste en la discrimination et le favoritisme entre investisseurs domestiques et étrangers. En effet, les investisseurs étrangers, contrairement aux investisseurs domestiques, bénéficient d'un traitement préférentiel qui consiste entre autres aux allègements fiscaux, à l'accès préférentiel aux terres de premier ordre et aux projets d'investissement les plus rentables, etc. Certes, ces conditions peuvent encourager les non-résidents à investir au pays, comme elles peuvent aussi pousser les résidents à investir à l'étranger.

- *Niveau de richesse et d'intégration financière* : Powell et Ratha (2002) expliquent que, toute chose égale par ailleurs, une augmentation du niveau du PIB par tête dans un pays de plus en plus intégré, accompagnée de moins de restrictions sur les mouvements de capitaux, se traduit à la fois par une entrée des capitaux étrangers et par une sortie des capitaux domestiques.

De même, Schneider (2003) présente trois facteurs qui expliquent le choix d'investissement à l'étranger par les pays en développement : le climat d'investissement, le risque lié au problème d'asymétrie de l'information et l'instabilité politique et économique au sein des PED. Uri Dadush et Bennett Stancil (2011) trouvent que ce choix s'explique par les trois facteurs suivants : une épargne abondante, des opportunités d'investissement limitées et un besoin de diversification du risque. Les auteurs expliquent que le premier déterminant, à savoir « une épargne abondante », est surprenant dans les pays en développement. En effet, en théorie, ce sont les pays développés qui ont le niveau d'épargne le plus élevé. Toutefois, il s'avère qu'entre 2000 et 2007, les pays développés à haut revenu ont épargné en moyenne 20 % du PIB, tandis que l'épargne moyenne des pays en développement s'élève à 28 % du PIB. Parmi les pays en développement, ce sont les pays d'Asie qui ont enregistré le niveau d'épargne le plus élevé. Partant de ce constat, Uri et Stancil (2011) expliquent donc qu'il n'est pas surprenant que les investisseurs choisissent d'investir une partie de leurs portefeuilles dans les pays développés à cause des faibles opportunités d'investissement dans leurs pays d'origine. De même, il est plus rationnel pour un investisseur de choisir le marché le plus développé comportant d'avantage d'opportunités d'investissement et moins de risque.

Certes, l'exportation des capitaux vers le reste du monde de la part des particuliers, des entreprises ou des États procure certains avantages tels qu'une diversification du risque, une optimisation de leurs portefeuilles, etc. Cependant, l'acquisition des avoirs à l'étranger par les investisseurs domestiques des PED présente certains risques. Même si l'investissement à l'étranger ne représente pas un handicap en lui-même, il peut être interprété comme un signal de méfiance des investisseurs nationaux qui sont à la recherche de meilleures opportunités d'investissements (fuite vers la qualité). Ceci peut s'expliquer par un faible développement des institutions financières du pays d'origine et par un cadre institutionnel caractérisé par un niveau élevé de corruption, une mauvaise application des contrats, une opacité du marché, etc. Un tel signal négatif ainsi perçu par les investisseurs étrangers peut les décourager à investir dans ces pays.

Notons aussi que, la fuite des capitaux domestiques diminue la disponibilité des fonds dans les PED. Contrairement aux pays développés, la sortie de capitaux des pays en développement (l'ensemble des placements de résidents à l'étranger) est plus dommageable. Leurs économies sont généralement caractérisées par un besoin de financement important. Elles ont donc intérêt à retenir leur épargne domestique pour financer les investissements. Faute de quoi, les investissements domestiques seront financés par des capitaux étrangers plus coûteux pour les pays hôtes. Dans ce cas, les pays sont plus dépendants du financement externe. Cela peut être une source d'instabilité financière en cas de retrait des capitaux internationaux des PED.

Ce constat a été confirmé récemment par Al-Sadiq (2013). Il mène une étude empirique sur l'effet de l'augmentation des avoirs à l'étranger sous forme d'IDE pour un échantillon de PED. L'auteur explique qu'en théorie, dans un marché financier imparfait et en présence de contraintes de rareté des ressources, une sortie des IDE peut augmenter le taux d'intérêt domestique en déplaçant les ressources du pays d'origine à l'étranger. Ceci aura pour conséquence d'endurcir les conditions d'octroi du crédit dans le pays domestique et y réduire les sources de financement des nouveaux investissements.

De plus, les entreprises qui investissent à l'étranger, en déplaçant leurs productions, réduisent de ce fait l'exportation domestique. L'auteur trouve qu'une augmentation de 1% des sorties d'IDE entraîne une baisse de 29% des investissements dans le pays d'origine. Il trouve par contre qu'une augmentation de 1% des IDE entrant dans les PED augmente l'investissement domestique de 55%. Cela confirme donc que les engagements envers l'étranger sous forme

d'IDE sont bénéfiques pour les PED. Toutefois, les avoirs à l'étranger en IDE entraînent une baisse de l'investissement domestique des PED, agissant ainsi négativement sur la croissance économique dans ces pays.

Ainsi, afin de mieux définir l'effet de la globalisation financière sur l'économie des PED, il est important d'étudier séparément l'effet des engagements envers l'étranger et celui des avoirs à l'étranger. En effet, ces deux aspects de la libre circulation des capitaux internationaux peuvent agir différemment sur la stabilité économique et financière des pays en développement.

Section 4 : Les conditions préalables à la réussite de la globalisation financière

“Financial integration without a proper set of preconditions might lead to few growth benefits and more output and consumption volatility in the short run”

Prasad, Rogoff, Wei, et Kose, (2003).

La littérature théorique a mis en avant les avantages de la libéralisation financière internationale en termes d'allocation plus efficace des capitaux, de meilleur partage des risques et d'une croissance économique soutenue. Toutefois, les travaux empiriques sur les effets de la libéralisation financière internationale aboutissent à des résultats ambigus. Un des points importants pouvant expliquer une telle absence de consensus empirique serait les conditions à assurer au préalable pour réussir une politique de libéralisation financière internationale.

En effet, l'adoption d'une telle politique permet aux pays en développement plus de moyens de financement qu'il faut allouer efficacement pour pouvoir en tirer bénéfice. Toutefois, une allocation optimale des ressources dans une économie peut dépendre de plusieurs facteurs tels que le cadre légal, la qualité de la gouvernance, le niveau de corruption, etc. Ainsi, il est indispensable d'assurer le développement du cadre institutionnel avant de procéder à l'abolition des restrictions sur la libre circulation des capitaux internationaux. L'ouverture commerciale est aussi considérée comme une importante condition préalable à l'ouverture financière. En effet, en mettant en place d'abord une libéralisation des échanges de biens et services, un pays doit procéder à un ajustement de son compte courant. Ceci diminuera le risque d'exposition, du pays en question, à la dépréciation du taux de change, lui permettant

ainsi d'honorer le remboursement de ses dettes. Dès lors, les pays sont moins vulnérables à l'arrêt soudain de l'entrée des capitaux. Notons aussi que les politiques macroéconomiques d'un pays (politique de change, monétaire et budgétaire) jouent un rôle déterminant dans la réussite de la globalisation financière. En effet, l'association d'un régime de change fixe et de la libre circulation des capitaux internationaux peut être à l'origine d'une crise de change. De même, la présence d'un important déficit budgétaire complique la gestion des entrées des capitaux.

Prasad *et al.* (2004) expliquent que les pays développés sont généralement dotés d'un meilleur niveau de développement institutionnel et financier et de politiques macroéconomiques plus stables par rapport aux pays en développement. Ceci explique que les pays développés ont été les principaux bénéficiaires de la globalisation financière.

De nombreux travaux ont fait valoir l'importance d'assurer certaines conditions préalables avant de procéder à la libéralisation financière internationale, notamment dans les pays en développement qui se caractérisent par un faible niveau de développement financier et institutionnel [Rodrik et Subramanian, 2009]. Prasad *et al.* (2004, 2006) et Kose *et al.* (2009) ont identifié les prérequis indispensables à la réussite de la globalisation financière dont: le développement financier, la qualité institutionnelle, la gouvernance, la politique macroéconomique et l'ouverture commerciale. Les pays doivent donc atteindre un certain niveau seuil de ces conditions préalables (figure 1-6). Ces derniers agissent favorablement sur les canaux de transmission entre la globalisation financière et la croissance économique.

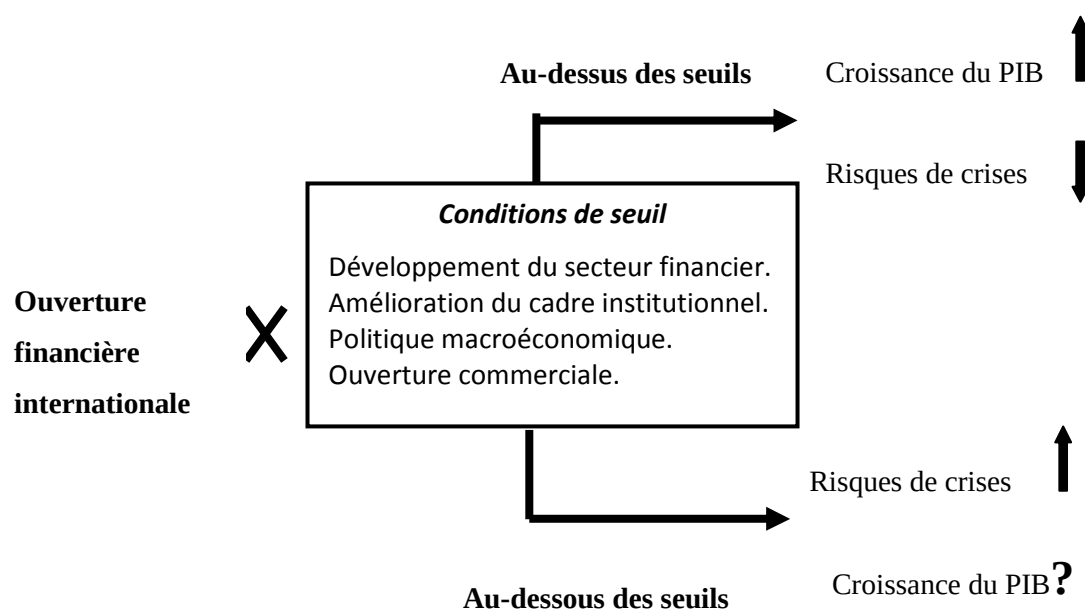
Notons que certaines de ces conditions préalables représentent aussi les avantages attendus de l'adoption d'une politique de libéralisation financière internationale cités ci-dessus (section 2).

4.1. Développement du secteur financier

Le développement financier a été considéré dans la littérature comme une des principales conditions qui permettent aux pays de bénéficier de l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique. Kose, Prasad, Rogoff et Wei (2006) démontrent que le développement du secteur financier explique la croissance et la stabilité financière associées à la globalisation. Le développement financier est un facteur qui peut non seulement améliorer la croissance mais aussi diminuer la vulnérabilité aux crises émanant de la globalisation. Les travaux de Kose, Prasad, Rogoff et Wei (2007) aboutissent aux mêmes

résultats, à savoir: « plus le secteur financier est développé, plus les entrées de capitaux dopent la croissance et moins le pays est vulnérable aux crises.».

Figure 1-6 Conditions préalables à la réussite de la globalisation financière



Source : Prasad, Kose, Rogoff et Wei (2006)

Le développement du secteur financier du pays hôte, en assurant une allocation efficace des capitaux étrangers, permet au pays de bénéficier des avantages attendus de la libéralisation financière [Alfaro *et al.* (2004) , Hermes et Lensink, (2003) et Edwards (2001)] Aoki *et al.* (2010) aboutissent au même résultat. Ils développent un modèle théorique de libéralisation du compte de capital sous des contraintes d'emprunt intérieur et international, selon lequel les travailleurs et les entrepreneurs pourraient ne pas bénéficier de l'intégration financière dans la mesure où le système financier domestique est sous-développé. Ces auteurs trouvent aussi qu'un marché financier domestique bien développé peut allouer efficacement les capitaux étrangers pour concurrencer les projets d'investissements étrangers.

Plus récemment, Khadraoui (2012) étudie la relation entre l'ouverture du compte de capital et la volatilité de la croissance conditionnelle au niveau de développement financier. Il trouve qu'un niveau de développement du secteur financier, en diminuant le risque de volatilité macroéconomique émanant des flux de capitaux internationaux, permet à l'économie de bénéficier davantage de la libre circulation de ces derniers. L'auteur identifie un seuil de

développement financier (mesuré par le crédit au secteur privé rapporté au PIB) d'environ 50%. Ce n'est qu'au-delà de ce niveau seuil que les pays hôtes peuvent assurer un meilleur partage des risques et une allocation plus efficace des capitaux internationaux.

Aussi, tout en étant l'une des principales conditions préalables à la réussite de la libéralisation financière internationale, le développement financier représente un des avantages potentiels d'une telle politique.

4.2. Qualité des institutions

La qualité des institutions est considérée comme un facteur déterminant de la relation entre l'ouverture financière et la croissance économique [Klein, 2005]. En effet, la qualité de la gouvernance des secteurs privés et publics, le cadre juridique, le niveau de corruption et le degré de transparence du gouvernement peuvent influencer la répartition des ressources dans une économie. On cite dans ce cadre d'étude, les résultats de Kose, Prasad, Rogoff et Wei (2003) qui expliquent qu'un niveau élevé de corruption a des effets négatifs sur l'afflux des IDE vers les pays et freine donc leur croissance. De même, une telle faille dans le cadre institutionnel peut agir négativement sur la composition des flux de capitaux internationaux en facilitant l'accès aux capitaux spéculatifs. Ceci peut rendre le pays hôte plus vulnérable aux risques d'attaques spéculatives. Un faible niveau de transparence peut aussi entraîner un comportement mimétique de la part des investisseurs internationaux susceptible de déstabiliser le secteur financier. Plus récemment, Kose, Prasad, Rogoff et Wei (2007) défendent la même idée. Ils expliquent que « la qualité des institutions semble être un facteur déterminant des résultats mais aussi du degré de l'intégration financière. Elle a aussi une influence sur la nature des flux de capitaux entrant dans les pays en développement, principalement l'IDE et les titres de participation ». Kose, Prasad et Taylor (2009) concluent que la relation entre la libre circulation des capitaux internationaux et la croissance économique est tributaire du niveau de développement institutionnel de chaque pays. Toutefois, les auteurs trouvent que le niveau seuil de développement institutionnel diffère selon le type des capitaux échangés: le seuil est moins important quand il s'agit de gérer un stock d'IDE et d'investissement de portefeuilles, contrairement à la gestion de stock de dettes qui nécessite des institutions plus développées, de par leurs caractères volatiles et spéculatifs. Le développement institutionnel pourrait ainsi agir sur la composition des flux de capitaux [Faria et Mauro, 2005].

Le développement institutionnel représente aussi un des facteurs déterminants (facteur *pull*) de l'attrait des capitaux internationaux vers le pays hôte. Alfaro, Kalemli-Ozcan et Volosovych (2005) et Gelos et Wei (2005) confirment cette idée en évaluant la qualité institutionnelle successivement par l'origine légale des pays et le niveau de transparence du gouvernement et des entreprises.

Il est donc essentiel, pour un pays adoptant une politique de libéralisation financière, de s'assurer au préalable de la solidité de son cadre institutionnel. Rappelons que le développement institutionnel, l'une des principales conditions préalables à la réussite d'une politique de libéralisation financière, représente lui-même l'un des acquis attendus de la globalisation financière

4.3. Qualité des politiques macroéconomiques nationales

L'intégration financière agit positivement sur la croissance économique quand elle est soutenue par de bonnes politiques macroéconomiques à savoir: une politique budgétaire, monétaire et de change. Par ailleurs, des politiques macroéconomiques incompatibles peuvent augmenter le risque d'instabilité dans les pays qui optent pour l'ouverture du compte de capital.

Plusieurs travaux ont fait valoir que la qualité de la politique macroéconomique nationale constitue une condition préalable à la réussite de la globalisation financière. En effet, il a été démontré qu'une politique macroéconomique adéquate peut agir aussi bien sur le niveau et la composition des flux de capitaux étrangers que sur la vulnérabilité du pays face aux chocs extérieurs.

Un cadre macroéconomique stable requiert un niveau de prix stable et un déficit budgétaire modéré. Une instabilité macroéconomique peut engendrer une augmentation du taux d'inflation et du taux d'intérêt, ce qui peut entraîner une baisse de l'épargne et des investissements et par la même une baisse de la croissance. En l'absence d'une politique macroéconomique solide, l'intégration financière internationale peut conduire à un excès d'emprunt et à une accumulation de la dette, ce qui a tendance à accroître la vulnérabilité aux chocs. Ainsi, il est indispensable d'adopter une politique de libéralisation financière dans un cadre supporté par des politiques macroéconomiques (monétaires, budgétaires et de change) efficaces [Eichengreen, 2001].

En utilisant une prime sur le marché parallèle en monnaie locale (l'écart entre le taux de change sur le marché parallèle et le taux de change officiel) comme indicateur du déséquilibre macroéconomique, Arteta *et al.* (2001) montrent qu'il existe un effet seuil de la qualité de la politique macroéconomique qui détermine la relation entre l'ouverture financière et la croissance économique. Le choix de l'indicateur s'explique par une forte corrélation entre la prime du marché parallèle et certaines politiques macroéconomiques inadéquates, telles qu'un taux d'inflation flottant et une dette extérieure importante. De même, le FMI (2007) trouve que les pays ayant une inflation croissante, des politiques budgétaires expansionnistes et une hausse des déficits des comptes courants sont plus exposés à un risque d'instabilité financière suite à la libéralisation financière internationale.

Ainsi, la levée des contrôles sur les flux de capitaux internationaux et la libéralisation financière internationale en général est plus réussie dans un contexte de politiques macroéconomiques saines et soutenues. L'instabilité macroéconomique peut exacerber les faiblesses du secteur financier et la libéralisation financière peut, dans de telles circonstances, accentuer une telle instabilité. Des politiques macroéconomiques saines sont donc indispensables pour assurer la stabilité financière suite à l'ouverture des marchés financiers [Ishii *et al.* 2002; Kose, Prasad, Rogoff et Wei, 2007; Mody et Murshid, 2005].

En guise de solution, beaucoup de travaux se sont intéressés au régime de change optimal qui permet aux pays de bénéficier des mouvements de capitaux sans être exposés au risque d'instabilité financière. Il est convenu en théorie, qu'un régime de change fixe dans un pays ayant procédé à l'ouverture de son secteur financier, le rend plus vulnérable aux chocs extérieurs. Prasad, Rumbaugh et Wang (2005), dans une étude portant sur des pays développés et en développement, montrent que la combinaison entre la libéralisation du compte de capital et un régime de change fixe n'a pas toujours été concluante. Les auteurs font valoir que, en l'absence de régime de change fixe *defacto* ou *dejure*, les crises auraient pu être bien moins virulentes, ou n'auraient même pas eu lieu. Prasad, Rumbaugh et Wang (2005) expliquent que la mise en place d'un régime de change flexible permet un meilleur contrôle macroéconomique et moins de vulnérabilité aux chocs. Le taux de change devrait être autorisé à fluctuer en réponse à l'offre et la demande sur le marché de change, même si ces facteurs sont limités par les restrictions sur les flux de capitaux. Wyplosz (2004) souligne les difficultés et les risques associés au maintien de l'ancrage de la devise lorsque le compte de capital est ouvert. L'auteur avance que, dans le cadre d'une libéralisation financière qui

peut s'avérer risquée, l'objectif devrait être une vulnérabilité et une exposition moindre aux chocs extérieurs. Deux questions se posent alors : le régime de change à adopter et la mobilité des capitaux. L'auteur recommande donc, comme stratégie à court terme pour les économies en développement, une combinaison entre un régime de parité souple (*Soft peg*) ou administré (*managed*) et un contrôle sur la mobilité des capitaux.

Le choix d'un régime de change optimal est donc indispensable pour la réussite de la libéralisation financière. Cela permet une bonne gestion du risque de change lié aux mouvements de capitaux internationaux.

4.4.Intégration commerciale

L'intégration commerciale améliore la croissance et la stabilité suite à l'ouverture financière par le biais de divers canaux. Elle réduit la probabilité d'arrêt soudain ou de renversement des flux de capitaux. Les économies les moins ouvertes aux échanges commerciaux procèdent à une plus importante dépréciation du taux de change réel pour l'ajustement de la balance courante. Ils font ainsi face à de graves détériorations du bilan et sont, par conséquent, susceptibles de ne pas pouvoir honorer leurs dettes. La probabilité de défaut de paiement est à son tour suivie d'une augmentation du risque d'arrêt brusque des capitaux et de retrait massif de ces derniers.

Ces résultats ont été appuyés par les travaux de Kose, Prasad, Rogoff et Wei (2007) qui trouvent qu'« en plus d'améliorer le rapport coûts- avantages de l'intégration financière, elle (l'ouverture commerciale) réduit le risque de crises liées à l'ouverture financière et en diminue les coûts quand elles se produisent». De même, Cavallo et Frankel (2007) et Cavallo (2005) trouvent qu'une baisse de 10 % dans l'ouverture commerciale augmente la probabilité de renversement brutal des flux de capitaux de 30 %. L'ouverture commerciale agit donc favorablement sur la volatilité des capitaux internationaux.

Notons aussi que l'intégration commerciale en général semble être moins risquée que l'intégration financière. En effet, un pays peut réussir son intégration commerciale même en l'absence d'intégration financière. Cette dernière, par contre, pourrait conduire à une mauvaise allocation des ressources en l'absence d'intégration commerciale (les flux de capitaux seront dans ce cas dirigés vers des secteurs dans lesquels le pays ne peut pas vraiment en tirer des avantages comparatifs) (Eichengreen, 2001).

De même, selon Prasad *et al.* (2008), les pays qui sont ouverts au commerce international sont plus favorables à la libéralisation financière internationale pour deux raisons principales: d'abord, le pays peut ainsi diminuer les risques d'arrêt et de retrait soudain des flux de capitaux internationaux. En effet, le pays ayant procédé en premier lieu à une ouverture commerciale se trouve dans une meilleure position pour honorer ses engagements extérieurs grâce à ses recettes d'exportation. Il est donc moins susceptible de faire défaut. Ensuite, l'ouverture commerciale est une forme d'ouverture financière permettant de contourner les restrictions sur le compte de capital. Les auteurs expliquent cette théorie par le fait que les exportateurs, en surfacturant leurs exportations, peuvent assurer une entrée de capitaux dans leurs pays d'origine.

Ainsi, et comme l'expliquent certains travaux, il est important de respecter un certain ordre, à savoir une ouverture commerciale suivie d'une ouverture financière afin de pouvoir bénéficier des avantages escomptés de cette dernière sur la croissance économique.

Le fait qu'on retrouve les mêmes bénéfices collatéraux de la libéralisation financière dans les conditions préalables à la réussite de cette politique s'explique par l'existence d'une causalité bidirectionnelle entre les bénéfices escomptés et les conditions préalables. Par exemple, l'ouverture financière encourage une meilleure discipline macroéconomique. Cependant, une discipline macroéconomique est indispensable pour attirer les capitaux et les investisseurs étrangers. En somme, la globalisation financière permettrait d'améliorer le cadre macroéconomique, le développement financier et institutionnel et une croissance économique soutenue. Toutefois, il est indispensable d'avoir certains prérequis et d'atteindre un certain niveau seuil de développement financier et institutionnel au préalable. Cela permettrait aux pays de diminuer le risque d'exposition à des chocs issus de la libre circulation des capitaux internationaux et de bénéficier des avantages escomptés de ces derniers.

Section 5 : Évaluation empirique de la relation entre globalisation financière et croissance économique

“Theoretical models have identified a number of channels through which international financial integration can promote economic growth in developing countries...

However, there is as yet no clear and robust empirical proof that the effect is quantitatively significant.”

(Prasad et al., 2003, p.1)

5.1.Revue de la littérature empirique sur la relation entre la globalisation financière et la croissance économique

La relation entre la globalisation financière et la croissance économique a fait l’objet de plusieurs travaux théoriques donnant lieu à un certain nombre d’études empiriques dont l’objectif est de tester la dite relation. Les résultats trouvés sont mitigés. Ces différences au niveau des résultats empiriques peuvent s'expliquer par un certain nombre de disparités dans les études. D’abord, le choix de l’échantillon de pays varie d’une étude à l’autre (pays développés, en développement ou les deux à la fois). Ensuite, la période d’étude diffère et ceci peut expliquer la différence de résultats.

Une disparité dans ces études émane aussi du choix de l’approche économétrique (coupe transversale, série temporelle ou panel) et de la technique d'estimation (moindres carrés ordinaires, variables instrumentales, ou méthode des moments généralisés). Enfin, les indicateurs de la libéralisation financière utilisés pour apprécier le degré de restrictions sur le compte de capital varient eux aussi (mesure *de jure* et mesure *de facto*). Notons aussi que le résultat diffère selon la nature de flux de capitaux étudié.

Par ailleurs, les études qui ont porté sur la libéralisation financière et ses effets ont utilisé des mesures de flux nets ou des mesures brutes des flux entrants. Toutefois, la libéralisation financière consiste en une abolition des restrictions aussi bien sur les entrées (engagements envers l’étranger) que sur les sorties (avoirs à l’étranger) des capitaux. Ces deux mouvements de capitaux n’ont pas le même effet. Thorsten *et al.* (2012) expliquent qu’il peut y avoir plusieurs raisons pour utiliser les mesures brutes des flux de capitaux. D’abord, mener une étude empirique en utilisant des mesures nettes des flux de capitaux peut masquer un changement important dans le mouvement des capitaux bruts. Ensuite, les entrées de capitaux peuvent affecter la production, les technologies et les institutions différemment des

sorties de capitaux. Enfin, les entrées et les sorties des capitaux peuvent varier en fonction du risque, du rendement et des informations qui opposent les investisseurs.

Parmi les études empiriques les plus citées dans la littérature portant sur la relation entre la libéralisation du compte de capital et la croissance économique, nous citons les travaux de Quinn (1997). Cet auteur est l'un des pionniers ayant réussi à établir une relation positive. L'étude porte sur un échantillon de 58 pays et couvre la période allant de 1960 à 1989. Quinn (1997) utilise la méthode des moindres carrés ordinaires en coupe transversale. Dans ce travail, il a construit son propre proxy mesurant les restrictions sur le compte de capital. Cet indicateur est essentiellement fondé sur la base de données publiée dans le rapport AREAER (« *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* ») du FMI. Son principal avantage est qu'il tient compte de l'intensité des restrictions plutôt que de leur existence. L'auteur trouve que la déréglementation (ou la libéralisation) des mouvements de capitaux est positivement liée à la croissance du PIB réel par habitant.

La relation entre la libéralisation financière et la croissance économique est à l'origine de plusieurs travaux empiriques. Les résultats trouvés sont ambigus et contredisent dans la plupart des cas la théorie qui défend l'effet positif de la globalisation financière sur la croissance économique. Une des solutions proposées dans la littérature expliquant un tel paradoxe de la globalisation financière est celle de l'importance des conditions à assurer au préalable donnant lieu à un effet positif sur la croissance économique.

Les travaux ayant souligné cet aspect ont identifié comme prérequis indispensable à la réussite de la libéralisation financière internationale: l'ouverture commerciale, la politique macroéconomique, le développement financier et le développement institutionnel.

Arteta, Eichengreen et Wyplosz (2001) mènent une étude empirique de la relation entre l'ouverture financière et la croissance économique, en prenant l'indice Quinn comme mesure de libéralisation. Ils trouvent qu'une relation positive dépendrait du niveau de développement institutionnel et de la stabilité macroéconomique. Toutefois, les auteurs ne trouvent pas de résultats robustes quant à l'effet du développement financier comme prérequis. Klein et Olivei (2005) aboutissent au même résultat en étudiant la relation entre ouverture financière et développement financier d'une part et croissance économique d'autre part. Ce travail porte sur un échantillon de pays développés et en développement. Les auteurs trouvent que les pays ayant ouvert leurs marchés financiers ont bénéficié de plus de développement financier que ceux ayant choisi d'adopter une politique de répression. Toutefois, cet effet total de la

libéralisation sur le développement financier est principalement issu de la présence des pays développés dans l'échantillon étudié. Ainsi les pays dotés d'un niveau développement initial élevé sont plus susceptibles de bénéficier de la libéralisation financière internationale. Les auteurs en concluent aussi qu'une relation positive entre la libéralisation financière et le développement financier nécessite la présence d'institutions légales, sociales et économiques assez solides (à l'instar de celles présentes dans les pays développés). Ce dernier résultat a été conforté dans les travaux de Klein (2005).

Par contre, Quinn et Toyoda (2008) trouvent que la libéralisation du compte de capital est positivement liée à la croissance économique aussi bien dans les pays développés que dans les pays en développement. La relation est donc positive indépendamment du niveau de développement du pays. Les auteurs utilisent une mesure *de jure* de la libéralisation du compte de capital et appliquent les méthodes économétriques du MCO et du GMM.

Ito Hiro (2006) étudie l'effet de l'ouverture financière sur le développement financier compte tenu de certains prérequis à l'ouverture financière, à savoir le niveau de développement juridique et institutionnel et l'ouverture commerciale. Il trouve qu'un niveau élevé d'ouverture financière stimule le développement financier. Les résultats empiriques suggèrent aussi que l'ouverture financière ne peut contribuer au développement financier que si le pays est doté d'un certain niveau de développement institutionnel. Parmi les facteurs de développement institutionnel, l'auteur trouve qu'un faible niveau de corruption et un niveau élevé d'application des lois renforcent l'effet de l'ouverture financière sur le développement financier des pays émergents et plus particulièrement des pays asiatiques. L'auteur conclut aussi que l'ouverture commerciale présente une importante condition préalable, permettant à l'ouverture financière d'améliorer le niveau de développement financier.

Dans le même cadre d'étude, Bekaert, Harvey et Lundblad (BHL) (2001 et 2005) s'intéressent à l'étude de la relation entre la croissance économique et la libéralisation financière. En utilisant la méthode des moments généralisés (GMM) appliquée sur des périodes et des échantillons de pays différents, BHL (2001 et 2005) aboutissent aux mêmes résultats. Ils trouvent que la libéralisation financière conduit à une augmentation de 1% de la croissance du PIB par tête. Ils expliquent que cet effet de la libéralisation financière est plus important dans les pays dotés d'un niveau d'éducation important, d'un meilleur système juridique, de bonnes institutions et de conditions favorables aux investissements étrangers et à la protection des investisseurs. Plus récemment, les mêmes auteurs BHL (2009) aboutissent

au même résultat pour un échantillon de 96 pays sur la période 1980- 2006. Ils trouvent une relation positive de l'effet de la libéralisation financière sur la productivité totale des facteurs. Les auteurs expliquent aussi que cet effet est plus important que celui de la croissance du capital. De même, cet effet positif sur la croissance économique est plus important dans les pays ayant un niveau élevé de développement institutionnel.

Fuchs-Schundeln et Funke (2001), dans leur étude sur la relation entre la globalisation financière et la croissance économique, utilisent, à l'instar d'Henry (2000), la méthode des Moindres Carrés Quasi Généralisés pour tenir compte d'une possible hétéroscédasticité et autocorrélation des erreurs. Ils aboutissent au même résultat, à savoir que la libéralisation des capitaux internationaux favorise la croissance économique. Leur résultat indique que la libéralisation du marché de capitaux contribue à une augmentation de 4% de la croissance du PIB par tête au cours des cinq années qui suivent la libéralisation. Les auteurs trouvent aussi que l'effet sur la croissance économique est plus important si la libéralisation financière a lieu dans un cadre institutionnel solide.

Honig (2008) étudie la relation entre l'ouverture du compte de capital et la croissance économique en utilisant la méthode des MCO et des variables instrumentales sur un échantillon de 122 pays entre 1970 et 2005. Le choix de la dernière méthode revient au fait que l'auteur trouve que la différence des résultats obtenus dans la littérature quant à l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique s'explique par une causalité inverse.

L'auteur a utilisé différentes mesures de la libéralisation financière à savoir une variable de mesure du contrôle des mouvements de capitaux construite par le FMI et publiée dans son Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change (AREAER), une variable de mesure de l'intensité de la libéralisation du compte de capital construite par Quinn (1997) et une mesure de la libéralisation financière de jure construite par Chinn et Ito (2008). Le résultat trouvé par Honig (2008) reflète une relation positive entre la libéralisation financière et la croissance économique. Toutefois, contrairement à la majorité des résultats trouvés dans la littérature, cet effet est indépendant du niveau de développement institutionnel du pays.

Les travaux empiriques ci-dessus ont donc montré une relation positive entre la libéralisation financière et la croissance économique. Généralement, ce résultat dépend de certaines conditions préalables telles que le développement financier et institutionnel.

Toutefois, on retrouve aussi dans la littérature des travaux empiriques qui contredisent cette relation positive. Edison, Levine, Ricci et Slok (2002) utilisent différentes mesures de la libéralisation financière: la mesure de restriction du FMI issue de l'AREAER (variable binaire), la mesure de l'intensité de la libéralisation construite par Quinn (1997), le stock de capitaux (entrants et sortants) rapporté au PIB, le flux de capitaux rapporté au PIB, le stock de capitaux entrants rapporté au PIB et le flux de capitaux entrants rapportés au PIB. Les auteurs intègrent dans la régression des termes d'interaction entre la libéralisation financière d'un côté et le niveau de développement économique, financier et institutionnel, la stabilité macroéconomique et le niveau d'enseignement d'un autre côté. Ils concluent à l'absence d'un effet robuste et significatif de la libéralisation financière sur la croissance. Kraay (1998) remet aussi en doute l'effet de la libéralisation du compte de capital sur la croissance économique. En utilisant trois différents indicateurs de l'ouverture du compte de capital, l'auteur n'a pas trouvé de relation significative entre l'ouverture financière et la croissance économique.

Edwards (2001) trouve que la mobilité des capitaux internationaux ne peut agir positivement sur la croissance économique que dans les pays relativement développés. Il trouve aussi que la libéralisation financière dans les pays faiblement développés diminue leur croissance économique. Ainsi, les avantages escomptés de la libéralisation financière internationale sur la croissance économique dépendent du niveau de développement atteint au préalable. De même, Klein (2003) trouve que les bénéfices de l'ouverture financière sur la croissance économique sont importants et significatifs pour les pays à revenu moyen, mais pas pour les pays pauvres ou riches. Ceci est cohérent avec l'idée que la libéralisation du compte de capital peut avoir un effet moindre sur la croissance du PIB dans les pays riches, c'est-à-dire ceux qui sont déjà en abondance de capital. Quant aux pays pauvres, avec un faible cadre institutionnel et réglementaire, ils ne peuvent assurer des usages productifs aux flux de capitaux étrangers. Plus récemment, Abdullahi (2013) a mené une étude sur l'effet direct et indirect de la libéralisation financière sur la croissance économique en utilisant la méthode du GMM. Après avoir contrôlé les principaux indicateurs macroéconomiques tels que l'inflation, le déséquilibre budgétaire et la qualité institutionnelle, l'auteur trouve que la libéralisation financière contribue à une baisse de 0,09% de la croissance économique.

La littérature empirique examinée ci-dessus offre un ensemble diversifié de résultats concernant l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique. Les résultats trouvés suggèrent l'absence d'un consensus empirique dans ce domaine. Notons aussi qu'il a

été prouvé qu'un effet positif de la libéralisation financière sur la croissance économique n'est possible que si certaines conditions préalables sont remplies. Il en sort de cette littérature que l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique est conditionné par un certain niveau de développement financier, l'existence d'un cadre institutionnel relativement développé et une politique macroéconomique saine.

Pour toutes ces considérations et cette divergence dans la littérature, il serait intéressant d'étudier la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique dans les pays en développement. Pour ce faire, il est indispensable de prendre en considération les conditions préalables citées ci-dessus mais aussi la composition des flux de capitaux échangés et la direction que prennent ces capitaux, à savoir l'étude de l'effet des flux entrants et sortants séparément, sur la croissance économique. En effet, la distinction entre l'effet des avoirs étrangers (sortie de capitaux domestiques à l'étranger) et l'effet des engagements envers l'étranger (entrée des capitaux étrangers) nous permettra de mieux cerner les résultats possibles d'une telle politique de libéralisation financière externe. Cette dernière est par définition basée sur la levée des restrictions aussi bien sur les entrées que sur les sorties des capitaux. L'étude de la composition des flux de capitaux échangés sur la croissance économique peut aussi s'avérer intéressante. Cette composition peut varier selon le niveau de développement et les besoins en financement des pays. Ainsi, l'effet sur la croissance économique de ce mouvement de capitaux internationaux peut changer selon la nature des capitaux qui dominent l'échange.

Pour ce faire, nous commençons d'abord par la spécification du modèle économétrique et la présentation des variables utilisés. Nous exposons par la suite les résultats empiriques trouvés.

5.2. Estimation de l'impact de la libéralisation financière sur la croissance économique : Aspects méthodologiques et présentation des données

5.2.1. *Évidence empirique sur données de panel*

Dans la présente section, nous allons présenter les méthodes économétriques que nous utilisons pour estimer la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique. Notre étude couvre la période allant de 1983 à 2010 et s'intéresse à un échantillon de 55 pays en développement. Les choix de la période d'étude et de l'échantillon de pays sont contraints

par la disponibilité des données. A l'instar de la majorité des travaux empiriques sur la croissance économique, les données sont calculées en moyenne de cinq ans sur six sous-périodes non chevauchées (sauf pour la dernière période pour laquelle nous calculons la moyenne des données sur trois ans) et ce pour éliminer les effets de fluctuation du cycle économique.

Les tests préliminaires effectués nous permettent de conclure à la présence d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation des erreurs. Dans ces conditions, il ya lieu de recourir, en plus du MCO à la méthode du MCG.

Nous commençons notre étude par la méthode des Moindres Carrés Ordinaires MCO.

Nous passons par la suite à la méthode d'estimation des moindres carrés généralisés réalisables MCG (FGLS : Feasible Generalized Least Squares) en données de panel pour tenir compte des problèmes d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation des erreurs.

Toutefois, le MCG, pouvant surestimer la signification des coefficients si T (nombre d'années) $< N$ (Nombre de pays), Beck et Katz (1995) expliquent qu'on peut pallier à une telle contrainte avec le modèle à Erreurs Standard Corrigées pour données de Panel « PCSE » (panel corrected standard errors).

Nous utilisons dès lors les trois méthodes successivement pour tester la robustesse de notre modèle: Les MCO, les MCG et le PCSE, corrigés le cas échéant de l'hétéroscédasticité et de l'autocorrélation.

Dans une première étape, nous procédons à l'étude de l'effet de la libéralisation financière externe sur la croissance économique. La variable expliquée est la croissance du PIB par tête et les variables explicatives sont les différentes mesures de la libéralisation financière (LF) et les variables de contrôle utilisées couramment dans les modèles de croissance économique.

$$Croissance_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PIB_{i,t} + \beta_2 LF_{i,t} + \beta_3 X_{i,t} + U_{i,t} \quad (1)$$

Croissance_{i,t} est la croissance économique du pays i à l'instant t , mesurée par le taux de croissance réel du PIB par tête.

LF_{i,t} est une mesure de la libéralisation financière.

PIB_{i,t} est une mesure du PIB par tête initial du pays i à l'instant t (t correspond à l'année initiale de notre période d'étude). Le PIB initial nous permet de mettre en évidence la théorie de la convergence. Cette théorie suppose qu'une faible valeur initiale du développement financier est associée à une augmentation importante de la croissance économique.

$X_{i,t}$ Vecteur de variables de contrôle couramment utilisées dans la littérature empirique traitant de la problématique de la croissance économique. Parmi ces variables on retient : le crédit au secteur privé, l'inflation, les dépenses gouvernementales, la croissance de la population et l'ouverture commerciale.

L'originalité du présent travail réside en l'utilisation de plusieurs mesures de libéralisation financière pour prendre en compte différents aspects de la libre circulation des capitaux internationaux. Pour ce faire, nous nous intéressons d'abord à l'effet des restrictions réglementaires sur les mouvements de capitaux (mesure *de jure*). Ensuite, nous intégrons une variable *dé facto* de la libéralisation financière mesurée par le stock des capitaux entrants et sortants des PED. Enfin, nous faisons la distinction entre les avoirs à l'étranger et les engagements envers l'étranger d'un côté et entre les différents types de capitaux échangés d'un autre côté (IDE, investissements de portefeuille et dettes).

Dans une deuxième étape, nous étudions le rôle des prérequis institutionnels dans la réussite de la politique de libéralisation financière dans les PED. Nous commençons par une étude de l'effet direct du développement institutionnel sur la croissance économique. Par la suite, nous intégrons dans notre régression un terme d'interaction entre la libéralisation financière externe (LF) et le développement institutionnel (DEV) (équation 2). Ceci nous permet d'évaluer comment le développement institutionnel peut influencer l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique.

$$Croissance_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PIB_{i,t} + \beta_2 LF_{i,t} + \beta_3 DEV_{i,t} + \beta_4 (LF_{i,t} * DEV_{i,t}) + \beta_5 X_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

Avec

$DEV_{i,t}$ est la mesure du développement institutionnel du pays i à l'instant t.

$(LF_{i,t} * DEV_{i,t})$ est le terme d'interaction entre la libéralisation financière externe et le niveau de développement institutionnel.

Une troisième étape de ce travail consiste à calculer le seuil de développement institutionnel requis permettant aux PED de bénéficier des avantages de la libéralisation financière externe sur la croissance économique.

L'effet total de la libéralisation financière sur la croissance économique sera calculé à partir de l'équation 2 comme suit:

$$\text{Effet total de la libéralisation financière} = (\beta_2 + \beta_4 \overline{DEV}) LF_{i,t} (3)$$

Pour obtenir le niveau seuil de DEV, on calcule $\frac{\partial \text{Croissance}}{\partial LF} = 0$

Si on suppose que cet effet est positif, on aura :

$$(\beta_2 + \beta_4 \overline{DEV}) LF_{i,t} > 0$$

Donc
$$\beta_2 + \beta_4 \overline{DEV} > 0$$

Notre effet seuil sera alors égal à :
$$\overline{DEV}_{seuil} = -\frac{\beta_2}{\beta_4}$$

a) Définition des variables de contrôle

Crédit.Priv : Le crédit domestique au secteur privé en % du PIB mesure le niveau de développement du secteur bancaire. Les crédits accordées au secteur privé finance en théorie des projets d'investissement à forte valeur ajoutée et sont donc bénéfiques à la croissance économique.

Inflation : Il s'agit de la variation de l'indice des prix à la consommation. On utilise cette variable comme proxy de la stabilité macroéconomique. En effet, une libéralisation financière ne peut avoir un effet positif sur la croissance économique que si le pays en question est doté d'un cadre macroéconomique solide. Le signe attendu est négatif.

Cons.Fin.Gouv. : La consommation finale du gouvernement par rapport au PIB. Cette variable mesure les dépenses du gouvernement. Le signe attendu est négatif.

Croiss.POP: représente la croissance de la population. La croissance de la population exerce un effet appauvrissant sur la croissance économique. On s'attend alors à avoir un signe négatif.

Ouv.Comm.: Mesure de l'ouverture commerciale d'un pays, estimée par le volume des exportations plus les importations en pourcentage du PIB. Les résultats des travaux empiriques qui portent sur l'effet de l'ouverture commerciale sur la croissance économique aboutissent généralement à une relation positive.

Le choix de nos variables de contrôle se base sur la littérature théorique et empirique de la croissance économique mais aussi sur la disponibilité des données.

b) Les variables de mesure de la libéralisation financière externe

➤ *Mesure de jure* :

Nous avons utilisé la mesure *de jure* construite par Chinn et Ito (2008) et actualisée en 2012, nommée KAOPEN. Il s'agit d'un indice basé sur quatre variables : une variable indiquant la présence de taux de change multiple, une variable indiquant les restrictions sur le compte courant, une variable indiquant les restrictions sur le compte capital et une variable indiquant le degré d'ouverture commerciale. La base de données construite par les auteurs, couvre un échantillon de 182 pays sur une période s'étalant de 1970 à 2010. La taille et la durée d'étude de l'échantillon font de cette base une source importante de mesure de la libéralisation financière. En effet, les auteurs réussissent à avoir la plus grande contribution en termes de taille de l'échantillon de pays et de période d'étude.

Chinn et Ito (2008), en construisant cette base, ont cherché à incorporer dans le calcul de cet indice, l'étendue et l'intensité du contrôle de capitaux et non seulement le fait que la restriction existe (Comme c'est le cas pour la majorité des indicateurs d'ouverture du compte de capital).

L'indice KAOPEN représente la composante principale de quatre variables binaires, k_1 , k_2 , k_3 et k_4 (représentant les principales catégories de restrictions sur les capitaux externes). L'auteur a donc utilisé la méthode ACP pour calculer l'indice KAOPEN. Ces variables sont issues du rapport annuel AREAER du FMI.

k_1 = variable indiquant la présence de taux de change multiples,

k_2 = variable indiquant la présence de restrictions sur les transactions du compte courant,

k_3 = variable indiquant la présence de restrictions sur les transactions du compte de capital,

k_4 = variable indiquant le degré de libéralisation des exportations.

La valeur de l'indice varie entre $-1,8$ dans le cas d'un niveau de contrôle élevé et $2,4$ dans le cas d'une libéralisation complète. Plus sa valeur est importante, plus le compte de capital du pays concerné est libéralisé.

➤ *Mesures defacto :*

L'indice de mesure *de facto* de la libéralisation financière utilisé dans ce travail est celui construit par Lane et Milesi-Ferretti (2007). Les auteurs utilisent la somme des stocks d'avoirs à l'étranger et d'engagements envers l'étranger rapportés au PIB comme indicateur à long terme de l'ouverture financière. Selon la mesure élaborée par Lane et Milesi-Ferretti (2007), l'intégration financière internationale en volume est estimée de la manière suivante :

$$IFI_{it}^{PIB} = \frac{(AE_{i,t} + EE_{i,t})}{PIB_{i,t}}$$

Avec $AE_{i,t}$ le stock des avoirs à l'étranger (sortie des capitaux domestiques) et $EE_{i,t}$ le stock des engagements envers l'étranger (entrée des capitaux étrangers). Cet indice a été construit à partir d'une base de données de 145 pays. Les auteurs ont actualisé la base de données couvrant ainsi la période allant de 1970 à 2010.

A partir de cette base, nous avons calculé différentes mesures de la libéralisation financière, en nous intéressant à la direction des flux (entrée ou sortie de capitaux) et à composition ces derniers (IDE, investissements de portefeuilles et dettes).

La variable de mesure de la dette comprend les portefeuilles de titres de créances, prêts et dépôts bancaires et autres instruments bancaires. Quant à la mesure des investissements de portefeuille, elle comprend la part du capital des sociétés et fonds communs de placement qui sont en-dessous du seuil de 10 % (Il s'agit de titre de participation)⁶. Enfin, les IDE mesurent des participations de contrôle acquises dans des entreprises étrangères, en plus des investissements Greenfield (ex : fusions-acquisitions). Le seuil est de 10 % du capital d'une entité. Nous retenons donc comme mesure de la libéralisation financière :

- Une mesure *de jure* de la libéralisation financière : *Kaopen*.
- La somme des avoirs et des engagements envers étranger rapportée au PIB : *LF*
- Le total des engagements envers l'étranger par rapport au PIB : *Tot.Eng/PIB*.
- Le total des avoirs à l'étranger par rapport au PIB : *Tot.Avrs /PIB*.
- Total des avoirs à l'étranger en prêt rapporté au PIB : *Créance (Avoirs)/PIB*
- Total des engagements envers l'étranger en dettes rapporté au PIB : *Dettes(Eng)/PIB*

⁶Il s'agit de la convention statistique permettant de distinguer entre les investissements directs et les investissements de portefeuille (voir section 3).

- Total des avoirs à l'étranger en IDE rapporté au PIB : $IDE(Avoirs)/PIB$
- Total des engagements envers l'étranger en IDE rapporté au PIB : $IDE(Eng)/PIB$
- Total des avoirs à l'étranger en Investissements de Portefeuille rapporté au PIB : $IPL(Avoirs)/PIB$
- Total des engagements envers l'étranger en investissements de portefeuille rapporté au PIB : $IPL(Eng)/PIB$

c) Les variables de mesure du cadre institutionnel

A l'instar de Banque mondiale (1998), nous retenons la définition du cadre institutionnel présentée par North (1990) : « *Les institutions sont constituées de l'ensemble des règles formelles (Constitution, lois et règlements, système politique, droits de propriété...) et informelles (systèmes de valeurs et croyances, coutumes, représentations, normes sociales...) régissant les comportements des individus et des organisations.* » L'existence de règles ne garantit pas en soi leur application effective. C'est de leur respect que dépend la qualité *de facto* des institutions. Kaufman(2007) présente la dernière base de données mise à jour du projet de recherche « the Worldwide Governance Indicators (WGI) ». L'indicateur de mesure du cadre institutionnel prend en considération six dimensions de la gouvernance à savoir : Voix citoyenne et responsabilité (voice and accountability), stabilité politique et absence de violence (Political Stability and Absence of Violence/Terrorism), efficacité des pouvoirs publics (Government Effectiveness), qualité de la réglementation (Regulatory Quality), État de droit (Rule of Law) et lutte contre la corruption (Control of Corruption). Ce travail de recherche couvre 212 pays sur la période allant de 1996 à 2007. L'indicateur est construit à partir de 35 sources de données séparées fournies par 32 organisations différentes. L'indice prend une valeur allant de -2,5 à +2,5 avec un niveau plus élevé indiquant plus d'efforts de bonne gouvernance.

Dans le présent travail, nous nous basons sur le « Guide international du Risque Pays » ou ICRG qui est une base internationale complète et utilisée par plusieurs auteurs pour mesurer les variables de développement institutionnel des différents pays. Cette base comprend 22 variables, représentant les trois principales composantes du risque pays, à savoir : risque financier, risque économique et risque politique. L'ICRG a été actualisé en 2010, on y retrouve des variables qui portent sur 140 pays. Nous utilisons dans nos travaux, différentes mesures de contrôle du risque institutionnel :

Indice composite de développement institutionnel, mesure de contrôle du risque politique, du risque économique et du risque financier, une mesure des conditions (profil) d'investissement et une mesure de la responsabilité démocratique.

➤ *Indice de développement institutionnel (DEV.INST) :* Il s'agit d'un indice composite du risque financier, économique et institutionnel qui varie de 0 à 100 avec la valeur la plus élevée mesure le risque institutionnel le plus faible.

$DEV.INST = 0.5 (Risk.Pol. + Risk.Fin. + Risk.Eco.)$

➤ *Risque politique (Risque.Pol):* l'indice du risque politique comprend 12 variables pondérées couvrant les risques politiques et sociaux. Les risques qui composent cet indice sont les suivants : stabilité du gouvernement (score maximum = 12), conditions socio-économiques (score maximum = 12), Conditions de l'investissement (score maximum = 12), conflits internes (score maximum = 12), Conflits externes (score maximum = 12), corruption (score maximum = 6), influence militaire sur la politique (score maximum = 6), influence des religions sur la politique (score maximum = 6), loi et régulation (score maximum = 6), pression des groupes ethniques (score maximum = 6) et responsabilité démocratique (score maximum = 4). La variable de mesure du risque politique varie de 0 à 100. Une valeur élevée de cet indice indique un meilleur contrôle du risque politique.

➤ *Risque économique (Risque.Eco):* l'indice du risque économique comprend six variables pondérées. L'objectif global de cet indice de risque économique est de fournir un moyen d'évaluer les forces et les faiblesses économiques d'un pays. Les six mesures utilisées pour calculer ce risque économique sont les suivantes : PIB par tête (score maximum = 5), croissance du PIB réel (score maximum = 10), taux d'inflation annuel (score maximum = 10), solde budgétaire en % du PIB (score maximum = 10) et solde courant en % du PIB (score maximum = 15). La variable de mesure du risque économique varie de 0 à 50. Une valeur élevée de cet indice indique un meilleur contrôle du risque économique.

➤ *Risque financier (Risque.Fin) :* l'indice du risque financier comprend six variables pondérées : dette externe en % du PIB (score maximum = 10), service de la dette externe en % du PIB (score maximum = 10), solde courant en % des exports de biens et services (score maximum = 15), liquidité internationale nette (mois de couverture des imports) (score maximum = 5) et stabilité du taux de change (score maximum = 10). La variable de mesure du risque financier varie de 0 à 50. Une valeur élevée de cet indice indique un meilleur contrôle du risque financier.

➤ *Profil d'investissement* : Nous nous intéressons à cette composante du risque politique. Il s'agit d'une évaluation des facteurs qui influencent le risque d'investissement. Le profil d'investissement combine les estimations sur : la viabilité des contrats / le risque d'expropriation, la capacité à rapatrier les bénéfices et les retards de paiements. Il s'agit d'un indice qui mesure l'attitude du gouvernement face aux investissements étrangers. Il est important d'intégrer cette mesure séparément dans le cadre de notre travail. En effet, le contrôle d'un tel risque d'investissement peut encourager l'entrée des capitaux, principalement sous forme d'IDE et d'investissements de portefeuille. La variable de mesure du profil d'investissement varie de 0 à 12.

➤ *Responsabilité démocratique (Dem.Account.)* : Cet indice mesure la réactivité du gouvernement face aux attentes de la population. La variable varie entre 0 et 6. La valeur la plus élevée correspond à un gouvernement plus démocratique. Auquel cas, l'Etat peut être sanctionné en cas de défaillance. La responsabilité démocratique joue un rôle protecteur qui est de nature à rassurer les acteurs de la société quant à leurs droits de propriété et à un climat d'investissement sain. Ceci devrait donc encourager l'investissement et assurer ainsi une croissance économique soutenue.

5.3.Présentation des résultats

Une série de tests économétriques ont été menés sur l'ensemble des équations estimées. Nous avons commencé par un test de spécification d'Hausman. Dans la majorité des régressions, on trouve une probabilité du test inférieure à 5 %. Ceci implique que le modèle à effets fixes est préférable au modèle à effets aléatoires. Par la suite, afin de tester l'autocorrélation des erreurs, on utilise le test de Wooldridge (2002). La probabilité du non rejet de l'absence d'autocorrélation des erreurs est dans la plupart des cas inférieure à 5%. Le test de Wooldridge (2002) confirme donc la présence d'une autocorrélation sérielle dans le modèle (à l'exception de quelques régressions).

Nous utilisons, par la suite, le test de Wald modifié pour tester l'hypothèse spécifique d'homoscédasticité inter-individus. Sous l'hypothèse nulle, le test suppose que la variance des erreurs est la même pour tous les individus. Le test confirme le rejet de l'hypothèse H_0 d'homoscédasticité. On conclut donc à la présence d'hétéroscédasticité.

5.3.1. Libéralisation financière et croissance économique : rôle de la nature des flux de capitaux

Nous commençons, dans le tableau (1-2 et 1-3), par une étude de l'effet de la libre circulation des capitaux internationaux sur la croissance économique dans les PED. Pour ce faire, nous avons procédé à des régressions en donnée de panel sur 5 périodes de 5 ans. On reporte pour chacune des régressions le modèle MCO, les résultats des tests effectués, le modèle MCG et le modèle PCSE, corrigés des problèmes constatés d'hétéroscédasticité et les problèmes d'autocorrélation (le cas échéant). Notre objectif est de tester l'effet de la libéralisation financière, de la direction des flux de capitaux (avoirs et engagements) et de la nature des différents flux de capitaux échangés (dettes, IDE et investissement de portefeuille) sur la croissance économique dans les pays en développement.

Nous nous basons donc sur l'équation (1) :

$$Croissance_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 PIB_{i,t} + \gamma_2 LF_{i,t} + \gamma_3 X_{i,t} + U_{i,t}$$

Les résultats obtenus dans le tableau 1.2 concernant nos variables de contrôle portent les signes attendus. On trouve que le PIB initial est significatif à 1% avec un signe négatif, confirmant ainsi la théorie de convergence. Les mesures de l'inflation, de croissance de la population et de la consommation finale du gouvernement sont négatives et significatives. Quant au crédit au secteur privé et à l'ouverture commerciale, les variables sont positives et significatives.

Dans notre première équation (1), nous intégrons une mesure *de jure* (kaopen) de la libéralisation financière. La variable est positive et significative à 1%. Une abolition des barrières réglementaires à l'entrée des capitaux a donc un effet positif sur la croissance. Certes, les mesures *de jure* de la libéralisation financière sont pertinentes pour l'analyse des effets des politiques de libéralisation du compte de capital. Mais l'existence d'un contrôle des capitaux ne mesure pas avec précision le niveau réel d'intégration d'une économie dans les marchés financiers internationaux. Ces mesures ne tiennent pas compte du degré d'application du contrôle des capitaux (ou l'efficacité de ces contrôles). Bon nombre de pays, ayant un faible niveau de libéralisation financière *de jure*, ont connu d'importants mouvements de capitaux internationaux, tandis que d'autres économies ouvertes *de jure* aux échanges financiers internationaux, ont enregistré un faible mouvement effectif des capitaux. Ainsi il est important de ne pas se limiter à la mesure *de jure* pour évaluer l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique.

Ainsi, dans la régression qui suit (2), on trouve que la libéralisation financière *defacto* (LF) a un effet négatif et significatif à 1% sur la croissance économique. Donc, sur un même échantillon de pays, les effets sur la croissance économique de la libéralisation financière *defacto* et *dejure* sont différents. La levée des restrictions sur les mouvements des capitaux ne présente pas de risque d'instabilité économique dans les PED. Elle serait même bénéfique, de par le signal positif qu'une telle politique peut envoyer aux investisseurs étrangers. Ceci est donc conforme à la théorie économique qui adhère à la politique de libéralisation financière internationale comme moyen d'assurer aux pays une croissance économique soutenue. Toutefois, cette théorie est infirmée dans le cas de la libéralisation financière *defacto*.

On poursuit notre étude et on procède à la désagrégation de la mesure *defacto* de la libéralisation financière en avoirs à l'étranger et engagement envers l'étranger d'un côté et par nature des capitaux échangés d'un autre côté. Dans la régression trois, nous utilisons une mesure de la libéralisation des entrées de capitaux par rapport au PIB (engagements envers l'étranger). Cette variable est négative et significative à 5% dans le premier modèle (MCO) et à 1% dans les modèles MCG et PCSE. Une entrée des flux de capitaux diminue donc la croissance économique. Cela peut s'expliquer par la faible capacité d'absorption des capitaux étrangers entrants dans les PED et l'absence des conditions préalables requises.

Enfin, on introduit dans la régression (4) une mesure des avoirs à l'étranger. On trouve que la sortie des capitaux domestiques vers le reste du monde n'a aucun effet sur la croissance économique.

On passe par la suite à l'étude de la nature des capitaux internationaux échangés (IDE, investissements de portefeuille et dettes).

Dans la régression 5, on s'intéresse aux stocks de dettes et de créances entrants et sortants.

On trouve que les engagements envers l'étranger sont négatifs et fortement significatifs à 1 %. L'accumulation de stocks de dettes étrangères représente donc un risque de baisse de la croissance économique de par leur nature volatile et risquée. On retrouve le même résultat dans les trois modèles (MCO, MCG et PCSE). Quant au stock de dette accordée à l'étranger, on trouve un résultat négatif et significatif (à 10% et à 5% dans les modèles MCO et PCSE) sur la croissance économique.

Dans la régression 6, on étudie le cas des investissements directs étrangers (IDE). On trouve que l'afflux des IDE dans les PED a un effet positif et fortement significatif (1%) sur la

croissance économique. Ce résultat est robuste dans les trois modèles étudiés. La mesure des avoirs à l'étranger en IDE n'est significative que dans le modèle PCSE (à 10%). On en conclut donc que les IDE entrants ont un effet positif sur la croissance. Ceci s'explique par la nature stable des IDE mais aussi de leurs apports en termes de savoir-faire managérial et technologique au pays hôte.

On termine avec la variable de mesure des investissements de portefeuille IPL (régression 7). On trouve que les flux entrants et sortants d'IPL n'ont aucun effet sur la croissance économique.

On en déduit donc que les avantages que les pays en développement peuvent tirer d'une politique de libéralisation financière internationale émane principalement des engagements envers l'étranger sous forme d'IDE. Toutefois, ces pays s'exposent à un important risque d'instabilité économique en privilégiant un échange de capitaux internationaux sous forme de dettes et de créances. Un tel risque est plus important quand il s'agit d'entrée de flux de dettes étrangères. Ceci peut s'expliquer par le faible niveau des avoirs à l'étranger des PED en comparaison avec leurs engagements envers l'étranger. En effet, de par leurs besoins de financement accru, ces pays ont recours aux capitaux étrangers pour pallier à cette déficience. La faible capacité d'absorption de ces flux de capitaux et le risque qui en émane peut s'expliquer par un cadre institutionnel inadapté. En effet, cela peut décourager l'entrée des investissements stables et encourager le recours excessif à des capitaux volatiles et risqués.

Cela nous amène dans la deuxième partie de ce travail à une étude du rôle du développement institutionnel dans l'explication de l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique dans les PED.

Tableau 1-2 Relation entre la croissance économique et la libéralisation financière

	MCO (1)	MCG (1)	PCSE (1)	MCO (2)	MCG (2)	PCSE (2)	MCO (3)	MCG (3)	PCSE (3)	MCO (4)	MCG (4)	PCSE (4)
VARIABLES	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance
PIBin(log)	-0.830	-0.413**	-0.650	-0.965*	-0.521***	-0.787	-1.212**	-0.768***	-1.048**	-0.789	-0.373**	-0.607
	(0.633)	(0.187)	(0.532)	(0.536)	(0.198)	(0.532)	(0.519)	(0.202)	(0.528)	(0.613)	(0.188)	(0.515)
Inflation	-0.00322***	-0.00343***	-0.00331***	-0.00346***	-0.00356***	-0.00356***	-0.00344***	-0.00344***	-0.00353***	-0.00326***	-0.00343***	-0.00336***
	(0.000998)	(0.000667)	(0.000735)	(0.00102)	(0.000586)	(0.000663)	(0.00102)	(0.000571)	(0.000655)	(0.000994)	(0.000658)	(0.000723)
Credit.Priv	0.299***	0.255***	0.288***	0.298***	0.248***	0.289***	0.296***	0.248***	0.288***	0.300***	0.255***	0.289***
	(0.0582)	(0.0356)	(0.0525)	(0.0594)	(0.0333)	(0.0486)	(0.0615)	(0.0332)	(0.0471)	(0.0582)	(0.0353)	(0.0523)
Ouv.Comm.	0.0323*	0.0212***	0.0292**	0.0372**	0.0248***	0.0343***	0.0326**	0.0181**	0.0299**	0.0341**	0.0228***	0.0313**
	(0.0166)	(0.00705)	(0.0121)	(0.0168)	(0.00720)	(0.0121)	(0.0154)	(0.00722)	(0.0116)	(0.0160)	(0.00725)	(0.0125)
Croiss.POP	-0.525	-0.729***	-0.539	-0.975*	-1.375***	-1.003**	-1.096**	-1.441***	-1.114**	-0.559	-0.814***	-0.582
	(0.659)	(0.267)	(0.508)	(0.564)	(0.265)	(0.505)	(0.519)	(0.253)	(0.484)	(0.681)	(0.276)	(0.531)
Cons.Gouv.	-0.201	-0.124***	-0.195**	-0.202	-0.0993**	-0.188**	-0.226	-0.115***	-0.211**	-0.195	-0.122***	-0.188*
	(0.147)	(0.0442)	(0.0964)	(0.144)	(0.0442)	(0.0949)	(0.139)	(0.0410)	(0.0923)	(0.148)	(0.0443)	(0.0984)
Kaopen	0.505**	0.359***	0.482***	0.489**	0.352***	0.460***	0.504**	0.398***	0.477***	0.499**	0.348***	0.475***
	(0.233)	(0.106)	(0.159)	(0.217)	(0.101)	(0.145)	(0.212)	(0.0801)	(0.141)	(0.233)	(0.106)	(0.159)
LF				-1.466**	-1.770***	-1.447***						
				(0.674)	(0.272)	(0.366)						
Tot.Eng/pib							-2.320***	-2.459***	-2.300***			
							(0.501)	(0.148)	(0.346)			
Tot.Avr./pib										-0.561	-0.608	-0.623
										(0.715)	(0.584)	(0.797)
Constante	10.60**	6.974***	9.292**	13.53***	10.00***	12.10***	16.14***	12.35***	14.78***	10.38*	6.933***	9.056**
	(5.393)	(1.815)	(4.376)	(4.670)	(1.883)	(4.342)	(4.551)	(1.906)	(4.297)	(5.314)	(1.800)	(4.294)
Obs.	266	265	266	266	265	266	266	265	266	266	265	266
Nombre d'ID	55	54	55	55	54	55	55	54	55	55	54	55
Test d'Hausman												
chi2	14.99			25.18			28.38			15.80		
prob>chi2	0.0361			0.0014			0.0002			0.0453		
Autocorrélation (wooldridge test)												
F	4.082			5.407			5.876			4.078		
prob>F	0.0489			0.0243			0.0192			0.0491		
Hétéroscédasticité												
chi2	2.0e+33			2205.90			3609.83			2.1e+33		
prob>chi2	0.0000			0.0000			0.0000			0.0000		

*** significativité à 1%, ** significativité à 5%, * significativité à 10%

Tableau 1-3 Relation entre la croissance économique et la libéralisation financière (suite)

	MCO (5)	MCG (5)	PCSE (5)	MCO (6)	MCG (6)	PCSE (6)	MCO (7)	MCG (7)	PCSE (7)
VARIABLES	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance
PIBin	-2.278*** (0.619)	-2.156*** (0.314)	-2.278*** (0.566)	-1.589* (0.851)	-1.333*** (0.344)	-1.511** (0.651)	-0.319 (0.334)	-0.420*** (0.160)	-0.286 (0.340)
Inflation	-0.00146 (0.00191)	-0.00214** (0.00109)	-0.00146 (0.00115)	-0.00302*** (0.000807)	-0.00370*** (0.000598)	-0.00305*** (0.000678)	-0.00320*** (0.000655)	-0.00346*** (0.000661)	-0.00321*** (0.000738)
Credit,Priv	0.278*** (0.0596)	0.259*** (0.0366)	0.278*** (0.0491)	0.282*** (0.0606)	0.291*** (0.0282)	0.276*** (0.0486)	0.280*** (0.0498)	0.253*** (0.0356)	0.280*** (0.0535)
Ouv.Comm.	0.0107 (0.0166)	-0.00107 (0.00829)	0.0107 (0.0115)	-0.0147 (0.0153)	-0.0248*** (0.00812)	-0.0159 (0.0111)	-0.000642 (0.00591)	0.00149 (0.00384)	0.000108 (0.00619)
Croiss.POP	-0.299 (0.621)	-0.697*** (0.251)	-0.299 (0.421)	0.197 (0.763)	0.00841 (0.280)	0.200 (0.502)	-0.777*** (0.225)	-0.834*** (0.153)	-0.760*** (0.259)
Cons.Fin.Gouv.	-0.120 (0.101)	-0.108** (0.0462)	-0.120* (0.0727)	-0.203 (0.146)	-0.0729 (0.0447)	-0.192** (0.0866)	-0.0629 (0.0556)	-0.0498** (0.0247)	-0.0601 (0.0454)
Kaopen	0.365* (0.216)	0.211* (0.123)	0.365** (0.161)	0.104 (0.228)	-0.00738 (0.103)	0.115 (0.150)	-0.0773 (0.166)	-0.144 (0.0893)	-0.0943 (0.166)
Dettes(Eng)/pib	-6.069*** (2.052)	-7.075*** (0.952)	-6.069*** (1.694)						
Dettes(Avoirs)/pib	-2.949* (1.792)	-1.053 (0.711)	-2.949** (1.293)						
IDE(Eng)/pib				6.219*** (2.182)	4.235*** (1.039)	5.923*** (2.219)			
IDE(Avoirs)/pib				7.915 (7.570)	2.146 (2.091)	8.100* (4.698)			
IPL(Eng)/pib							5.193 (4.048)	4.361 (3.197)	6.216 (4.300)
IPL(Avoirs)/pib							0.406 (6.322)	6.192 (3.818)	0.0173 (6.582)
Constant	27.01*** (6.227)	27.16*** (3.237)	27.01*** (5.802)	14.58** (6.144)	11.75*** (2.831)	13.93*** (5.074)	5.308** (2.590)	5.718*** (1.289)	4.821* (2.595)
Observations	263	263	263	266	265	266	259	258	259
Nombre d'ID	55	55	55	55	54	55	55	54	55
Test d'Hausman									
chi2	44.20			19.55			12.01		
prob>chi2	0.0000			0.0122			0.1505		
Autocorrélation (wooldridge test)									
F	0.948			2.034			6.937		
prob>F	0.3351			0.1603			0.0114		
Hétéroscédasticité									
chi2	7.2e+30			4.3e+05			3.4e+33		
prob>chi2	0.0000			0.0000			0.0000		

*** significativité à 1%, ** significativité à 5%, * significativité à 10%

5.3.2. Libéralisation financière et croissance économique : rôle du cadre institutionnel

Nous prolongeons notre étude empirique en intégrant les variables institutionnelles comme condition nécessaire à l'atteinte de l'objectif escompté de la libéralisation financière, à savoir la croissance économique. On reporte dans le tableau (1-7) et (1-8) les résultats de l'estimation des deux équations suivantes successivement pour chaque variable de mesure du développement institutionnel:

$$Croissance_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 PIB_{i,t} + \gamma_2 LF_{i,t} + \gamma_3 DEV_{i,t} + \gamma_4 X_{i,t} + U_{i,t}$$

$$Croissance_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 PIB_{i,t} + \gamma_2 LF_{i,t} + \gamma_3 DEV_{i,t} + \gamma_4 (LF_{i,t} * DEV_{i,t}) + \gamma_5 X_{i,t} + U_{i,t}$$

Les variables de contrôle utilisées présentent des signes stables et conformes à la littérature (les variables gardent les mêmes signes que ceux trouvés et expliqués précédemment dans le cadre du tableau 1.2).

De même, en intégrant dans la régression les variables de mesure du développement du cadre institutionnel, la variable libéralisation financière mesurée par la somme des avoirs et des engagements rapporté au PIB est négative et significative. La libéralisation des flux de capitaux internationaux présente donc un risque pour la croissance économique.

Dans un premier temps, nous étudions l'effet direct du développement institutionnel sur la croissance économique dans les PED (tableau 1.4). On trouve que les variables institutionnelles sont positives et significatives à 1%. Seule la mesure de *Responsabilité démocratique* est non significative. Plus le cadre institutionnel dans les pays en développement est solide, plus ces derniers bénéficient d'un niveau de croissance économique élevé. On retrouve ces résultats dans les trois modèles utilisés (MCO, MCG et PCSE).

Dans un deuxième temps, nous introduisons les termes d'interactions entre la mesure de la libéralisation financière et celle du développement institutionnel (Tableau 1.6). L'objectif ici est de démontrer qu'un cadre institutionnel solide est indispensable pour pouvoir tirer profit de la libéralisation financière. Autrement dit, nous voulons vérifier si l'effet de la libéralisation financière sur la croissance peut changer en présence d'un cadre institutionnel solide. Un coefficient positif indique ainsi que les PED, dotés d'un cadre institutionnel développé, peuvent bénéficier des avantages escomptés de la libéralisation financière internationale sur la croissance économique. Nous présentons ici le model MCG (les modèles MCO et PCSE présentent les mêmes résultats).

Nos résultats confirment la théorie qui présente le développement institutionnel comme une condition préalable à satisfaire pour qu'un pays puisse réussir sa politique de libéralisation financière. En effet, les termes d'interaction sont positifs et fortement significatifs (à 1 % et 5%).

Seule la responsabilité démocratique n'agit pas sur la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique. Le profil d'investissement, qui est un des aspects du risque politique mesure le niveau de protection des investisseurs étrangers. Le terme d'interaction (régression 5) est positif et significatif à 5%. En effet, un profil d'investissement fiable est de nature à rassurer les investisseurs étrangers et d'attirer ainsi des investissements de Long Terme et peu volatiles. Ces investissements sont de nature à assurer une croissance économique soutenue dans le PED.

Ainsi, une relation positive entre le mouvement des capitaux internationaux et la croissance économique est conditionnée par le niveau de développement institutionnel. Il serait dès lors intéressant de calculer le seuil de développement requis pour assurer une telle relation et le comparer au niveau moyen de développement institutionnel dans notre échantillon de pays.

Tableau 1-4 Libéralisation financière développement institutionnel et croissance économique

	MCO (1)	MCG (1)	PCSE (1)	MCO (2)	MCG (2)	PCSE (2)	MCO (3)	MCG (3)	PCSE (3)
VARIABLES	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance
PIBin(log)	-1.802***	-1.565***	-1.802***	-1.910***	-1.331***	-1.910***	-1.234***	-0.753***	-0.942***
	(0.540)	(0.169)	(0.408)	(0.518)	(0.199)	(0.398)	(0.334)	(0.135)	(0.251)
Inflation	-0.00169	-0.00107	-0.00169	-0.00169	-0.00180*	-0.00169	-0.00166	-0.00209*	-0.00184
	(0.00164)	(0.000972)	(0.00108)	(0.00152)	(0.000984)	(0.00110)	(0.00160)	(0.00118)	(0.00139)
Credit,Priv	0.234***	0.202***	0.234***	0.234***	0.196***	0.234***	0.207***	0.217***	0.213***
	(0.0494)	(0.0281)	(0.0406)	(0.0545)	(0.0279)	(0.0390)	(0.0431)	(0.0315)	(0.0498)
Ouv.Comm.	0.0204	0.0171***	0.0204*	0.0116	-0.000687	0.0116	0.0166**	0.00894**	0.00919
	(0.0158)	(0.00578)	(0.0119)	(0.0174)	(0.00738)	(0.0118)	(0.00793)	(0.00391)	(0.00606)
Croiss.POP	-0.552	-0.628**	-0.552	-0.414	-0.114	-0.414	-1.032***	-0.970***	-1.122***
	(0.530)	(0.260)	(0.427)	(0.545)	(0.255)	(0.435)	(0.236)	(0.131)	(0.221)
Cons.Fin.Gouv.	-0.0598	-0.0128	-0.0598	-0.0725	-0.0386	-0.0725	-0.0517	0.00346	-0.0311
	(0.0840)	(0.0443)	(0.0699)	(0.0727)	(0.0430)	(0.0671)	(0.0425)	(0.0242)	(0.0378)
Kaopen	0.210	0.272***	0.210	0.147	0.0798	0.147	0.117	0.0748	0.0287
	(0.210)	(0.0961)	(0.153)	(0.217)	(0.104)	(0.149)	(0.174)	(0.0770)	(0.138)
LF	-1.364**	-1.552***	-1.364***	-1.350**	-1.308***	-1.350***	-0.935***	-0.749***	-0.557*
	(0.662)	(0.263)	(0.337)	(0.565)	(0.239)	(0.311)	(0.219)	(0.181)	(0.295)
DEV.INST	0.148***	0.127***	0.148***						
	(0.0328)	(0.0135)	(0.0243)						
Risque.Fin.				0.219***	0.217***	0.219***			
				(0.0477)	(0.0184)	(0.0317)			
Risque.Eco.							0.248***	0.223***	0.242***
							(0.0524)	(0.0250)	(0.0455)
Constant	7.995	7.269***	7.995**	10.48**	5.435***	10.48***	5.259**	2.008*	3.332
	(4.951)	(1.710)	(3.765)	(4.499)	(1.932)	(3.626)	(2.599)	(1.177)	(2.083)
Observations	261	261	261	261	261	261	261	261	261
Nombre d'ID	55	55	55	55	55	55	55	55	55
Test d'Hausman									
chi2	35.87			52.32			20.80		
prob>chi2	0.0000			0.0000			0.0136		
Autocorrélation (wooldridge test)									
F	0.776			0.174			0.770		
prob>F	0.3828			0.6780			0.3846		
Hétéroscédasticité									
chi2	2.9e+33			1.8e+32			2.6e+37		
prob>chi2	0.0000			0.0000			0.0000		

*** significativité à 1%, ** significativité à 5%, * significativité à 10%

Tableau 1-5 Libéralisation financière, développement institutionnel et croissance économique (suite)

	MCO (4)	MCG (4)	PCSE (4)	MCO (5)	MCG (5)	PCSE (5)	MCO (6)	MCG (6)	PCSE (6)
Variables	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance
PIBin (log)	-1.542*** (0.588)	-1.220*** (0.207)	-1.220*** (0.207)	-1.832*** (0.619)	-1.625*** (0.220)	-1.832*** (0.435)	-1.468** (0.576)	-1.181*** (0.235)	-1.468*** (0.446)
Inflation	-0.00171 (0.00192)	-0.00178* (0.00101)	-0.00178* (0.00101)	-0.00147 (0.00181)	-0.00115 (0.00103)	-0.00147 (0.00109)	-0.00172 (0.00205)	-0.00179* (0.00103)	-0.00172 (0.00110)
Credit,Priv	0.279*** (0.0492)	0.239*** (0.0313)	0.239*** (0.0313)	0.252*** (0.0464)	0.223*** (0.0308)	0.252*** (0.0428)	0.284*** (0.0510)	0.236*** (0.0328)	0.284*** (0.0451)
Ouv.Comm.	0.0389** (0.0180)	0.0300*** (0.00739)	0.0300*** (0.00739)	0.0387** (0.0174)	0.0306*** (0.00776)	0.0387*** (0.0118)	0.0434** (0.0190)	0.0317*** (0.00818)	0.0434*** (0.0122)
Croiss.POP	-0.927* (0.523)	-1.179*** (0.266)	-1.179*** (0.266)	-0.679 (0.507)	-0.875*** (0.259)	-0.679 (0.422)	-1.100* (0.576)	-1.374*** (0.272)	-1.100*** (0.406)
Cons.Fin.Gouv.	-0.0604 (0.0937)	-0.0190 (0.0438)	-0.0190 (0.0438)	-0.0526 (0.0923)	-0.0406 (0.0349)	-0.0526 (0.0738)	-0.0746 (0.0914)	-0.0320 (0.0438)	-0.0746 (0.0757)
Kaopen	0.483** (0.216)	0.402*** (0.105)	0.402*** (0.105)	0.480** (0.216)	0.335*** (0.109)	0.480*** (0.157)	0.569** (0.221)	0.427*** (0.110)	0.569*** (0.152)
LF	-1.555** (0.734)	-1.862*** (0.272)	-1.862*** (0.272)	-1.550** (0.740)	-1.873*** (0.264)	-1.550*** (0.361)	-1.631** (0.732)	-1.959*** (0.273)	-1.631*** (0.369)
Risque.Pol.	0.0588** (0.0251)	0.0643*** (0.0132)	0.0643*** (0.0132)						
Prof.Invest				0.422*** (0.120)	0.509*** (0.0659)	0.422*** (0.107)			
Dem.Account							0.163 (0.200)	0.342*** (0.113)	0.163 (0.180)
Constant	12.37** (4.917)	10.03*** (1.922)	10.03*** (1.922)	14.17*** (4.793)	12.67*** (1.850)	14.17*** (3.607)	15.01*** (4.946)	12.80*** (2.077)	15.01*** (3.655)
Observations	261	261	261	261	261	261	261	261	261
Nbr d'id	55	55	55	55	55	55	55	55	55
Test d'Hausman									
chi2	21.47			33.20			46.81		
prob>chi2	0.0107			0.0001			0.0000		
Autocorrélation (wooldridge test)									
F	1.293			0.737			1.207		
prob>F	0.2611			0.3948			0.2774		
Hétéroscédasticité									
chi2	6.6e+30			1.3e+32			3.3e+30		
prob>chi2	0.0000			0.0000			0.0000		

*** significativité à 1%, ** significativité à 5%, * significativité à 10%

Tableau 1-6 Libéralisation financière et croissance économique: rôle du cadre institutionnel

	MCG (1)	MCG (2)	MCG (3)	MCG (4)	MCG (5)	MCG (6)
Variables	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance	Croissance
PIBin	-0.674*** (0.134)	-0.638*** (0.136)	-0.762*** (0.136)	-0.588*** (0.138)	-0.579*** (0.130)	-0.600*** (0.136)
Inflation	-0.00198* (0.00108)	-0.00202* (0.00113)	-0.00187 (0.00120)	-0.00290** (0.00119)	-0.00268** (0.00129)	-0.00308** (0.00132)
Credit,Priv	0.208*** (0.0380)	0.199*** (0.0394)	0.208*** (0.0349)	0.228*** (0.0383)	0.225*** (0.0373)	0.241*** (0.0377)
Ouv.Comm.	0.00378 (0.00463)	0.00761* (0.00446)	0.00810* (0.00414)	0.0123*** (0.00466)	0.0142*** (0.00436)	0.0187*** (0.00429)
Croiss.POP	-0.895*** (0.142)	-0.896*** (0.134)	-1.045*** (0.138)	-1.018*** (0.140)	-1.010*** (0.139)	-1.120*** (0.140)
Cons.Fin.Gouv.	-0.0300 (0.0240)	-0.0168 (0.0245)	-0.00133 (0.0246)	-0.0219 (0.0251)	-0.0205 (0.0240)	-0.00747 (0.0253)
Kaopen	-0.0117 (0.0843)	-0.00555 (0.0832)	0.114 (0.0803)	0.121 (0.0819)	0.131 (0.0821)	0.199** (0.0861)
C_LF	-3.045*** (0.807)	-1.791*** (0.507)	-4.014*** (0.816)	-2.205*** (0.711)	-1.541*** (0.391)	-1.149*** (0.380)
C_Dev.Inst	0.0353* (0.0187)					
LF*Dev.Inst	0.0457*** (0.0142)					
C_Risque.Fin.		0.0615*** (0.0218)				
LF*Risque.Fin		0.0490*** (0.0183)				
C_Risque.Eco			0.0295 (0.0317)			
LF*Risque.Eco			0.100*** (0.0242)			
C_Risque.Pol				0.00360 (0.0173)		
LF*Risque.Pol				0.0275** (0.0130)		
C_Profil.Invest					0.0399 (0.0844)	
LF*Profil.Invest					0.130** (0.0607)	
C_Dem.Account						-0.115 (0.137)
LF*Dem.Account						0.0784 (0.110)
Constant	6.707*** (1.522)	6.264*** (1.251)	8.832*** (1.529)	8.091*** (1.382)	7.873*** (1.120)	8.689*** (1.100)
Observations	260	260	260	260	260	260
Nbr d' id	55	55	55	55	55	55
Test d'Hausman						
chi2	66.55	18.42	43.41	8.95	4.02	47.40
prob>chi2	0.0000	0.0483	0.0000	0.5371	0.9466	0.0000
Autocorrélation (wooldridge test)						
F	4.039	3.268	4.510	3.691	3.799	3.357
prob>F	0.050	0.0769	0.0389	0.0607	0.0571	0.0731
Hétéroscédasticité						
chi2	2824.86	4918.96	32259.31	1410.00	1401.40	1832.52
prob>chi2	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

*** significativité à 1%, ** significativité à 5%, * significativité à 10%

5.3.3. *Libéralisation financière et cadre institutionnel : Effet seuil*

Les résultats trouvés dans le tableau (1-6) nous permettent par la suite de calculer le seuil de développement institutionnel à partir duquel la libéralisation financière pourrait avoir un effet positif sur la croissance économique dans les pays en développement.

Notre seuil comme nous l'avons défini précédemment sera donc égal à :

$$\overline{DEV} = -\frac{\gamma_2}{\gamma_4}$$

Nos résultats sont présentés dans le tableau ci-dessous (1-7).

On remarque que la valeur moyenne des variables de mesure du développement institutionnel dans notre échantillon de PED est beaucoup plus faible que la valeur maximale représentant un cadre institutionnel solide.

D'un autre côté, en moyenne, le niveau de développement du cadre institutionnel dans les pays en développement reste inférieur au niveau seuil à partir duquel ces pays peuvent bénéficier des avantages de la libéralisation financière sur la croissance économique.

Cela explique les résultats trouvés ci-dessus. En effet, de par le faible niveau moyen de développement institutionnel, il est difficile pour les PED de bénéficier des avantages escomptés de la libéralisation financière sur la croissance économique.

Tableau 1-7 Libéralisation financière et cadre institutionnel : Effet seuil

Variables	Val.Max.	Moyenne de l'échantillon	SEUIL
Dev.Inst	100	58,46135	66,630
Risque.Fin.	50	30,06406	36,551
Risque.Pol.	100	56,45766	80,182
Risque.Eco.	50	30,32036	40,140
Prof.Invest.	12	6,534946	11,854

Source: calcul de l'auteur

Conclusion

La globalisation financière a connu une forte évolution ces deux dernières décennies. Motivés par les bénéfices escomptés de ce processus, plusieurs pays ont procédé à la libéralisation de leurs marchés, facilitant ainsi les échanges financiers avec le reste du monde. En théorie, une telle politique peut améliorer la croissance économique des pays qui y adhèrent. Cependant, il a été démontré qu'un tel objectif ne peut être atteint que si certaines conditions préalables sont satisfaites. Il s'agit de la nécessité de disposer d'un niveau de développement financier et institutionnel adéquat, d'une politique macroéconomique efficace et un degré minimum d'ouverture commerciale. Ces facteurs réunis peuvent permettre aux pays de bénéficier de l'ouverture financière tout en étant moins exposés aux chocs externes.

Les pays en développement, étant caractérisés par des niveaux de développement financier et institutionnel très faible, et des politiques macroéconomiques inadéquates, ne remplissent pas en théorie les conditions préalables requises pour réussir une telle politique de libéralisation financière internationale. Toutefois, face à une importante pénurie d'épargne domestique et pour remédier au manque d'efficacité de leurs marchés, de nombreux pays en développement ont procédé à la libéralisation financière. Ces pays ont dès lors enregistré un afflux de plus en plus important des capitaux étrangers et à moindre mesure une sortie des capitaux domestiques vers le reste du monde. Un tel échange de capitaux internationaux était caractérisé par une dominance de flux de dette suivis des IDE. Cette composition des capitaux internationaux échangés avec le reste du monde expose les pays en développement à un risque d'instabilité financière. Etant dépendants de la dette extérieure, ces pays s'exposent au risque de retrait soudain de ces capitaux en cas de choc subis par le pays hôte. En effet, les flux de dette sont beaucoup plus instables et risqués que les IDE. Ces derniers, de par leur nature stable et leur apport en termes de transfert technologique et de savoir-faire, sont fortement corrélés au développement financier et à la croissance économique du pays hôte.

Notons aussi, que la nature même des systèmes financiers dans les PED (faible niveau de développement financier et institutionnel) décourage l'entrée des investissements étrangers à long terme. Ceci explique la dominance des flux de dettes en direction des PED.

Toutefois, cette tendance va évoluer au fil du temps et les PED vont privilégier de plus en plus des flux de capitaux plus stables tel que les IDE.

En outre, l'adhésion à une politique de libéralisation financière sans assurer au préalable les prérequis nécessaire, expose les PED à un autre risque qui est celui de la sortie en masse

des capitaux domestiques vers l'étranger ou ce qu'on appelle la « fuite vers la qualité ».Ceci aggrave le problème de besoin de financement des PED. En effet, la sortie de l'épargne domestique augmente le recours du pays à un financement externe plus cher et de nature volatile (le flux de dettes).

Une relation positive entre la croissance économique et la libéralisation financière n'est donc possible que sous certaines conditions favorables. Ainsi, et comme on peut le constater à partir des résultats trouvés dans le présent chapitre, la libéralisation financière internationale a un effet négatif ou neutre sur la croissance économique dans les PED. En effet, ces derniers, ont procédé à l'ouverture de leurs secteurs financiers sans assurer au préalable les conditions requises pour tirer bénéfice d'une telle politique. Ayant un niveau de développement institutionnel en deçà du seuil, les PED ne peuvent de ce fait bénéficier des avantages escomptés de la globalisation financière sur la croissance économique.

Par ailleurs, l'histoire de la globalisation financière internationale a fait valoir une forte corrélation entre les mouvements des capitaux internationaux et le déclenchement des crises financières. Les effets négatifs des mouvements des capitaux internationaux et leur incidence sur la stabilité financière dans les PED sont traités d'une façon approfondie dans le second chapitre de la présente thèse.

Annexes

Annexe 1-A Echantillon de pays

Algérie	Guinée	Paraguay
Armenia	Guinée-Bissau	Pérou
Azerbaïdjan	Guyana	Philippines
Bangladesh	Haïti	Romanie
Belarus	Indonésie	Russie
Bolivia	Jordanie	Sénégal
Brésil	Kenya	Sri Lanka
Bulgarie	Lettonie	Tanzanie
Burkina Faso	Liberia	Thaïlande
Cameroun	Lituanie	Togo
Chine	Madagascar	Tunisie
Colombie	Malaisie	Turquie
Congo. Dem.	Mexique	Uganda
Congo. Republic	Maroc	Ukraine
Rép.Dominicaine	Mozambique	Vietnam
Équateur	Nicaragua	Yémen.
Egypte	Niger	Zambie
Le Salvador	Nigeria	
Ghana	Panama	

Annexe 1-B Statistiques descriptives des variables du modèle entre 1983-2010 par intervalle de 5ans

Variable	Obs	Moyenne	Ecart-Type	Min	Max
Croissance	325	1,393	4,620	-25,811	20,277
PIBin	317	1806,888	1785,432	69,2621	9897,44
Inflation	305	93,943	499,276	-10,794	5398,574
Credit.Priv	314	29,872	27,105	0,411	138,717
Ouv.Comm.	321	70,980	36,367	16,396	222,258
Croiss.POP	336	1,779	1,253	-1,895	5,426
Cons.Fin.Gouv.	318	13,511	4,857	4,278	34,420
Kaopen	314	-0,163	1,430	-1,856	2,456
LF	319	1,486	1,949	0,186	27,134
Tot.Eng/pib	319	1,163	1,882	0,079	26,965
Tot.Avoirs/pib	319	0,323	0,345	0,020	4,435
Dettes(Eng)/pib	309	0,742	0,186	0,208	1
Dettes(Avoirs)/p	309	0,576	0,214	0,046	1
IDE(Eng)/pib	319	0,233	0,171	0	0,792
IDE(Avoirs)/pib	319	0,049	0,080	0	0,399
IPL(Eng)/pib	316	0,021	0,047	0	0,311
IPL(Avoirs)/pib	314	0,010	0,024	0	0,221
DEV.INST	307	58,461	11,426	15,167	79,667
Risque.Fin.	307	30,064	8,106	8,000	49,167
Risque.Eco.	307	30,320	6,656	3,667	43,667
Risque.Pol.	307	56,458	11,681	12,333	78,000
Prof.Invest	310	6,535	2,124	0	11,500
Dem.Account	310	3,233	1,389	0	6

Annexe 1-C Corrélations entre les variables

	Croissance	PIBin(log)	Inflation	Credit.Priv	Ouv.Comm.	Croiss.POP	Cons.Fin.Gouv	Kaopen	LF	Tot.Eng/pib	Tot.Avoirs/pib
Croissance	1										
PIBin(log)	0.0440	1									
Inflation	-0.3147	-0.0467	1								
Credit.Priv	0.1858	0.3563	-0.0736	1							
Ouv.Comm.	0.0774	0.1817	-0.0703	0.4256	1						
Croiss.POP	-0.0500	-0.4695	-0.0449	-0.2585	-0.2749	1					
Cons.Fin.Gouv.	-0.1770	0.1429	-0.0383	0.1499	0.2362	-0.1430	1				
Kaopen	0.1686	0.2424	-0.1385	0.1713	0.2873	-0.2047	0.0128	1			
LF	-0.2326	-0.0755	-0.0070	0.0488	0.2707	0.0833	0.1455	0.1547	1		
Tot.Eng/pib	-0.2559	-0.1269	0.0110	-0.0547	0.1928	0.1085	0.1006	0.0987	0.9844	1	
Tot.Avoirs/pib	0.0822	0.2665	-0.0560	0.3764	0.4691	-0.1217	0.1967	0.3355	0.2786	0.1053	1
Dettes(Eng)/pib	-0.3010	-0.2638	0.1230	-0.3614	-0.3007	0.2420	-0.0482	-0.2659	-0.0808	-0.0521	-0.1722
Dettes(Avoirs)/pib	-0.3441	-0.1317	0.1819	-0.2720	-0.0293	0.1741	0.0429	-0.0986	0.2725	0.2713	0.0584
IDE(Eng)/pib	0.2731	0.1507	-0.1275	0.2512	0.2713	-0.1709	0.0378	0.2592	0.1121	0.0887	0.1497
IDE(Avoirs)/pib	0.0742	0.2848	0.0148	0.1807	-0.0564	-0.0263	0.0446	-0.0587	-0.1091	-0.1202	0.0394
IPL(Eng)/pib	0.1534	0.4101	-0.0530	0.4755	0.1417	-0.1672	-0.0030	0.0964	-0.0652	-0.0921	0.1899
IPL(Avoirs)/pib	0.0766	0.2676	-0.0315	0.1267	0.0282	-0.0695	-0.0006	0.1271	-0.0568	-0.0594	0.0138
DEV.INST	0.4642	0.4280	-0.2992	0.4953	0.2884	-0.3479	0.1062	0.3440	-0.3051	-0.3675	0.2831
Risque.Fin.	0.4613	0.2950	-0.2271	0.3966	0.2141	-0.3118	0.0219	0.2885	-0.2736	-0.3297	0.2548
Risque.Eco.	0.3314	0.3134	-0.3054	0.3897	0.2446	-0.1963	0.0624	0.3130	-0.2382	-0.3032	0.3109
Risque.Pol.	0.4034	0.4561	-0.2509	0.4670	0.2805	-0.3557	0.1578	0.3006	-0.2697	-0.3162	0.2036
Prof.Invest	0.3250	0.3467	-0.2524	0.2690	0.2000	-0.2141	0.0990	0.3330	-0.2199	-0.2659	0.2090
Dem.Account	0.1798	0.3801	-0.1338	0.1464	0.0975	-0.2266	0.0469	0.3654	-0.1023	-0.1269	0.1150

Annexe-1Corrélations entre les variables (Suite)

	Dettes(Eng)	Dettes(Avr)	IDE(Eng)	IDE(Avr)	IPL(Eng)	IPL(Avr)	DEV.INST	Risque.Fin	Risque.Eco.	Risque.Pol	Prof.Invest	Dem.Account
Dettes(Eng)/pib	1											
Dettes(Avoirs)/pib	0.4759	1										
IDE(Eng)/pib	-0.9686	-0.4097	1									
IDE(Avoirs)/pib	-0.2761	-0.2836	0.1943	1								
IPL(Eng)/pib	-0.4322	-0.3905	0.1725	0.3559	1							
IPL(Avoirs)/pib	-0.2523	-0.2644	0.1924	0.1314	0.3057	1						
DEV.INST	-0.5418	-0.4944	0.4689	0.2452	0.3979	0.2334	1					
Risque.Fin.	-0.5621	-0.4888	0.4964	0.2303	0.3675	0.2194	0.8929	1				
Risque.Eco.	-0.4687	-0.4365	0.4027	0.2212	0.3655	0.2337	0.8013	0.7169	1			
Risque.Pol.	-0.4112	-0.3859	0.3493	0.1962	0.3151	0.1721	0.8862	0.6508	0.5047	1		
Prof.Invest	-0.4017	-0.4136	0.3754	0.1577	0.2019	0.1964	0.7526	0.6149	0.5508	0.7389	1	
Dem.Account	-0.1810	-0.1539	0.1421	0.1144	0.1657	0.1473	0.4521	0.2635	0.2521	0.5601	0.4323	1

Chapitre 2 : Globalisation financière et crises bancaires dans les pays en développement

Introduction

La globalisation financière a connu ces dernières décennies, une forte expansion marquée par une augmentation du mouvement des capitaux entre les pays. Si ces flux de capitaux ont été associés à des taux de croissance élevés dans certains pays, d'autres ont subi des épisodes d'effondrement du taux de croissance et d'importantes crises financières durant la même période. De telles crises ont causé de sérieux dommages en termes de coût macroéconomique et social. En conséquence, un débat intense a vu le jour dans le milieu universitaire et politique sur les effets d'une telle politique d'intégration financière. En effet, les faits observés vont à l'encontre des effets bénéfiques attendus d'une telle politique.

Durant les dernières décennies, l'histoire des crises financières a fait valoir le rôle joué par l'ouverture financière dans une telle instabilité financière. L'économie mondiale a été secouée par une série de crises financières d'une fréquence élevée. Après la crise de la dette des pays du tiers-monde en 1982, il y a eu la crise du SME en 1992-1993, la crise mexicaine en 1994-1995, la crise asiatique en 1997-1998, la crise russe et la faillite du fonds LTCM (Long Term Capital Management) en 1998, les crises du Brésil en 1999 et en 2002, le krach des valeurs de la nouvelle économie en 2000 (NTIC: Nouvelles technologies de l'information et de la communication), la crise turque en 2000 et la crise argentine en 2001-2003. La crise actuelle, qui a débuté en 2007, souligne encore une fois les risques en termes de stabilité émanant de la globalisation financière. Ces épisodes répétitifs de crises financière sont fait

l'objet d'une riche littérature cherchant à déterminer les facteurs à l'origine d'une telle instabilité financière. Trois générations de crises ont alors été identifiées dans la littérature théorique.

La première génération des modèles de crises a été élaborée par Krugman (1979). L'auteur explique la crise financière par une incohérence dans la politique macroéconomique. Ce modèle met l'accent sur le rôle des fondamentaux (déficits extérieurs, inflation, etc) face à un taux de change fixe, comme cause majeure des crises de change.

Étant donné un régime de change fixe, la persistance des déficits des balances des paiements et le déséquilibre des fondamentaux économiques mènent à une réduction des réserves de change détenues par la banque centrale. Dès que les réserves atteignent un niveau critique, il en résulte une attaque spéculative sur la monnaie.

Le modèle de deuxième génération a été initié par Obstfeld (1986). Contrairement au modèle de première génération qui associe les crises de change à un déséquilibre des fondamentaux économiques, le modèle de deuxième génération explique les crises de change par des anticipations auto-réalisatrices qui peuvent se déclencher sans aggravation *ex-ante* des fondamentaux. En cas de perte de confiance des marchés, la modification des anticipations des agents privés suffit pour déclencher une crise.

Suite à la crise mexicaine (Tequila) de 1994 et la crise asiatique de 1997, un modèle de troisième génération a vu le jour combinant les modèles des deux précédentes générations. Les crises s'expliquent par une défaillance du système financier, mais aussi par une crise de confiance auto-réalisatrice. Ces crises mettent surtout l'accent sur l'interaction entre une crise de change et une crise bancaire, c'est ce qu'on appelle les crises jumelles. En effet, cette génération de crise a mis en exergue l'idée que les crises de change sont souvent associées aux crises bancaires. De même, pendant les années 1990, les crises de change sont dues à un important et soudain mouvement de retrait des flux de capitaux (« *sudden stops* ») plutôt qu'à un déséquilibre du compte courant.

Il existe trois modèles de crises de change associés au modèle de troisième génération: un modèle basé sur *l'aléa moral* de Corsetti [Corsetti *et al.*1999], un modèle basé sur la *fragilité financière* de Chang et Velasco (1998) et un modèle basé sur «*l'effet de bilan* » (balance sheet effects) de Krugman (1999).

Dans le modèle basé sur l'aléa moral, les crises sont dues à un surinvestissement. Cet excès d'investissement s'explique par l'idée que les entreprises sont rassurées par la présence d'une *assurance implicite de l'État*. En cas de besoin, les entreprises s'attendent à une intervention de l'État pour leur éviter de faire faillite. De même, les prêteurs étrangers sont censés partager cette opinion et continuent à prêter au même rythme jusqu'à ce que la dette atteigne une fraction critique des réserves internationales.

Quant au modèle basé sur la fragilité financière, il explique que le facteur de déclenchement des crises financières émane d'abord de problèmes de liquidité, causés par la *panique des prêteurs étrangers et nationaux* qui se dirigent vers les intermédiaires financiers domestiques pour retirer leurs fonds. La liquidation des investissements de la part des agents économiques est due à un problème de confiance dans la santé des banques. Selon ce modèle, en l'absence d'une telle panique de la part des investisseurs, la crise n'a pas lieu d'être.

Pour finir, l'approche des effets de bilan explique comment les déséquilibres de devises entre actifs et passifs (*currency mismatches*) dans le secteur privé peuvent contribuer à des paniques et comment l'érosion du capital qui peut avoir lieu suite à une dépréciation de la monnaie peut conduire à la perte de l'accès au marché extérieur, à des contraintes de crédit et à des grandes pertes de production⁷. Krugman (1999) qui est parmi les premiers auteurs ayant traité le phénomène des « effets de bilan » du modèle de troisième génération, souligne l'effet de la dévaluation du taux de change sur le bilan des entreprises surendettées. Ces trois générations de modèles de crise ont vu le jour dans l'objectif de cerner les causes de déclenchement des crises financières. En effet, à chaque nouvelle vague de crises, les théoriciens trouvent une nouvelle explication et de nouveaux facteurs de déclenchement.

Dans le cadre de ce chapitre, la lumière est mise sur le cas spécifique des crises bancaires, eu égard à l'importance des banques en tant qu'institution financière indispensable à la stabilité de l'économie et au caractère coûteux que peuvent avoir ces crises.

Pour ce faire, une première section porte sur l'étude des facteurs à l'origine des crises bancaires. Parmi ces facteurs, une attention particulière a été portée à la libéralisation financière externe et au mouvement de capitaux internationaux qui s'en suit. La deuxième section est consacrée à l'explication de la relation entre la globalisation financière et les crises bancaires. Ceci nous amène donc à mettre en exergue deux notions expliquant la transmission

⁷Roubini et Setser (2004)

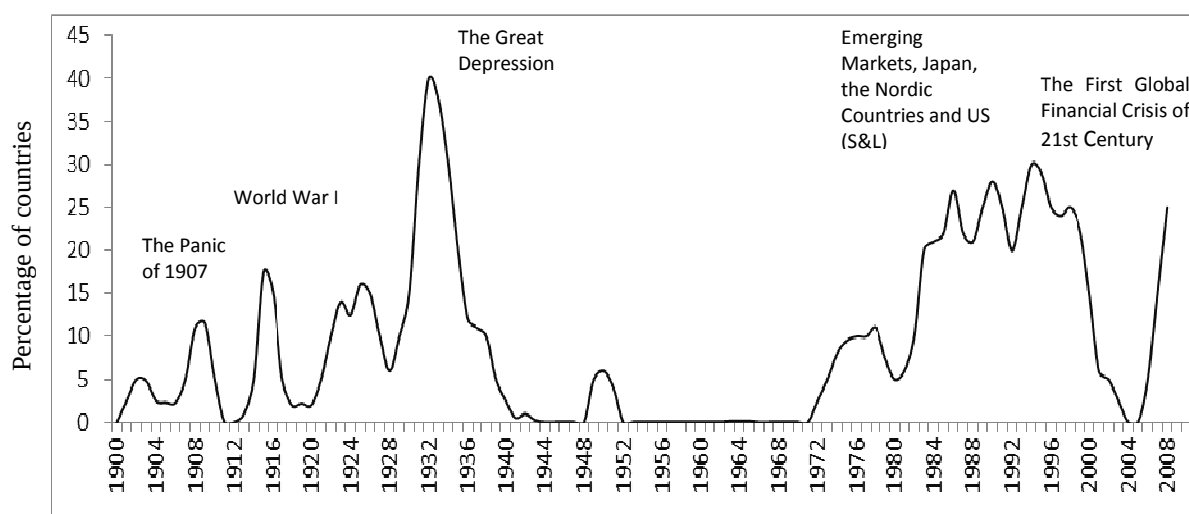
des risques issus de la globalisation financière : l'effet de « contagion » et le risque systémique. Les conséquences et les coûts subis par les pays touchés par les crises bancaires sont étudiés dans la troisième section. Enfin, la dernière section de ce chapitre est consacrée à une étude empirique de la relation entre la globalisation financière et les crises bancaires dans les pays en développement. Nous mettons en avant le caractère bidirectionnel de la libéralisation financière, la composition des flux de capitaux internationaux, et le rôle modérateur joué par le développement institutionnel sur la stabilité du secteur bancaire dans ces pays.

Section 1 : Origines des crises bancaires

Les crises bancaires ayant secoué le monde ces dernières décennies, ont eu des conséquences très coûteuses pour les économies des pays développés et en développement. Elles se sont développées, allant de pair avec le processus de déréglementation et de libéralisation financière externe tant dans les pays développés que dans les pays en développement. Les dernières crises les plus remarquables des années passées ont été les faillites bancaires en Thaïlande, en Indonésie, en République de Corée et au Japon, ainsi que celles de la Scandinavie au début des années quatre-vingt-dix ou encore en Amérique latine depuis le milieu des années 1990 comme celle du Mexique, de l'Argentine, du Brésil ou du Venezuela. Ces crises bancaires peuvent être précédées par des crises monétaires, des crises de la dette extérieure ou des crises boursières. Reinhart et Rogoff (2008) se sont basés sur les travaux antérieurs de Bordo *et al.* (2001), Caprio *et al.* (2005), Kaminsky et Reinhart (1999), Jácome (2008) et Maddison (2003) pour évaluer le nombre de pays ayant vécu des épisodes de crises bancaires entre 1900 et 2008 (Figure 2-1).

Plusieurs travaux académiques se sont intéressés à ces épisodes de crises bancaires et leurs origines. Selon Demirguc-Kunt et Detragiache (1998b), la vulnérabilité aux crises bancaires paraît être associée à un certain nombre de facteurs : un environnement macroéconomique peu robuste caractérisé par un faible niveau de croissance du PIB et un niveau élevé d'inflation, la vulnérabilité au retrait soudain de capitaux, un faible niveau de liquidité des banques, un niveau élevé des crédits accordés au secteur privé, l'existence d'une assurance dépôt explicite et un faible niveau de développement institutionnel. Ces facteurs jouent un rôle de déclenchement et de propagation des crises bancaires.

Figure 2-1 Proportion des pays ayant vécu des crises bancaires entre 1900 et 2008
(Pondérés par leur poids dans le PIB mondial)



Source : Reinhart et Rogoff (2008)

Kaminsky et Reinhart (1999) trouvent que la majorité des crises bancaires suivent un schéma commun en termes de causes et de conséquences. Les crises bancaires commencent par des mesures de déréglementation qui conduisent à une expansion trop rapide du crédit. Ceci augmente les prix et contribue à la formation d'une bulle d'actif. À partir d'un certain seuil, la bulle éclate entraînant une chute spectaculaire des prix et des perturbations des marchés d'actifs (en particulier pour les biens immobiliers) et une succession de nombreuses faillites. Ceci s'accompagne d'une augmentation des prêts non performants, des pertes sur crédits et d'importants problèmes de liquidité dans le secteur bancaire. Enfin, les Etats seront dans l'obligation d'assister les systèmes bancaires, devenus faibles, par la recapitalisation et les opérations de nationalisation des banques.

Pour certains auteurs, la crise bancaire est principalement *une crise de crash de crédit*. Mankiw (1986) définit cette crise comme une situation pendant laquelle les emprunteurs, qui dans d'autres cas auraient pu emprunter sans difficultés, deviennent incapables de le faire sous n'importe quelles conditions. Schwartz (1985) trouve que la crise bancaire est en premier *un problème de liquidité* auquel font face les banques. L'auteur explique la crise par une demande de la monnaie de réserve aussi importante qu'elle ne peut plus être satisfaite en même temps, pour toutes les parties et à court terme. C'est donc une situation où la demande de liquidité auprès des banques est plus élevée que l'offre.

Caprio et Klingebiel (1996) définissent les périodes de crises bancaires comme *des crises d'insolvabilité*. Selon ces auteurs, une crise bancaire émerge si la valeur du ratio de créances

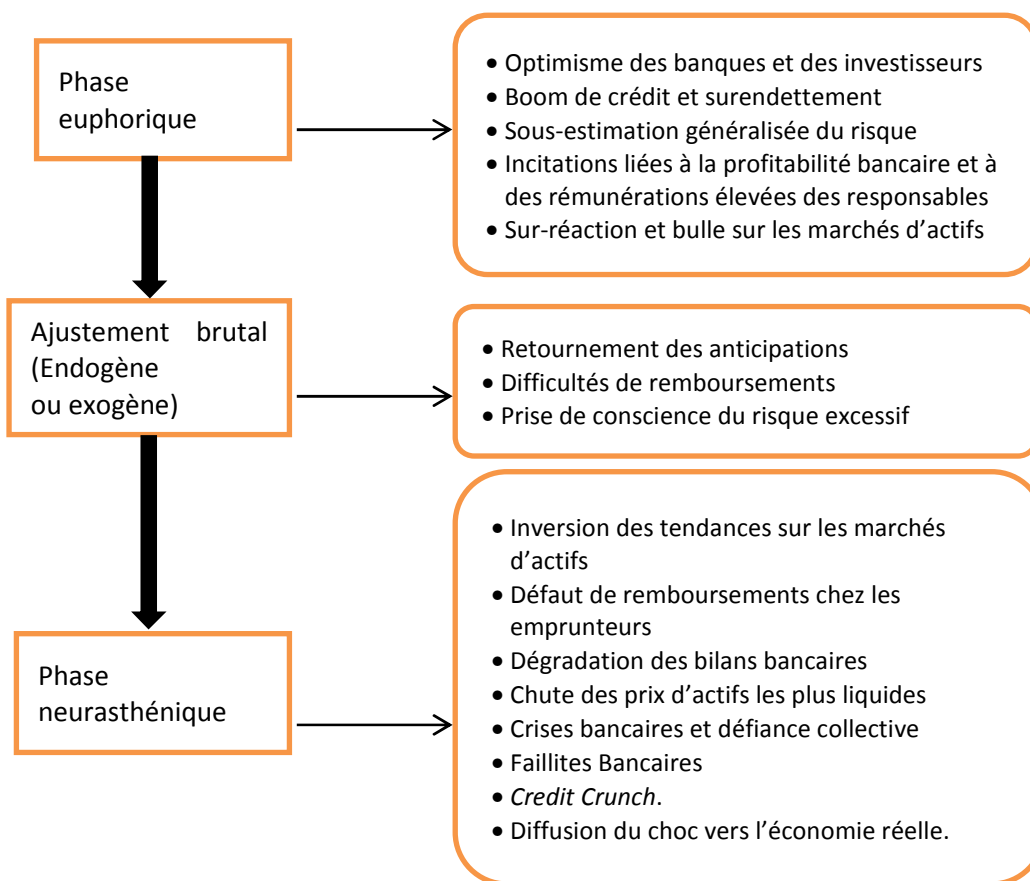
douteuses rapportées au total du bilan est supérieure à celle du ratio de capital (capitaux propres rapportés au total du bilan). De leur côté, Demirguc-Kunt *et al.* (2000) et Ishihara (2005) trouvent que l'origine des crises bancaires peut être aussi bien des *problèmes de solvabilité* que des *problèmes de liquidité*. Les crises de liquidité ont lieu quand la banque ne peut plus honorer immédiatement ses obligations contractuelles et les crises de solvabilité se déclenchent quand les engagements des banques excèdent leurs avoirs. De même, De Grauwe (2008) explique que la banque, en remplissant sa fonction d'intermédiaire financier et en empruntant à court terme pour prêter à plus long terme, assure une création de crédit qui à son tour participe à la croissance et à l'expansion des économies. Toutefois, cette fonction de création de crédit n'est pas sans risque. En effet, si les déposants décident de retirer leurs fonds en même temps suite à un mouvement de méfiance générale, la banque ne sera pas en mesure de satisfaire cette demande de fonds puisque ses actifs sont illiquides. La banque fait face alors à une crise de *liquidité*. Selon l'auteur, en l'absence d'un problème de confiance entre la banque et ses clients, cette crise ne devrait pas avoir lieu. Toutefois, le problème de confiance peut apparaître si une ou plusieurs banques font face à des problèmes de *solvabilité* à cause de l'octroi de crédits non performants. Il y a donc une panique bancaire qui touchera entre autre les banques saines, entraînant ainsi une crise de liquidité générale. Ainsi, De Grauwe (2008) trouve qu'il s'agit d'un cercle vicieux. La crise de liquidité et de solvabilité sont liées et un tel enchainement finit par le déclenchement d'une crise bancaire. Cette idée rejoint la théorie défendue par Diamond et Rajan (2002) qui trouvent qu'il y a une relation dynamique entre les problèmes de liquidité et de solvabilité. Les auteurs construisent un modèle à partir duquel ils expliquent qu'une banque peut faire faillite suite à des problèmes de solvabilité, ou à cause d'une pénurie de liquidité qui affectera leur solvabilité. Ainsi, d'après ces auteurs, la crise bancaire est la résultante d'une succession de problème de liquidité et de solvabilité au sein du secteur bancaire.

Les crises bancaires peuvent être aussi d'origine micro ou macroéconomique [Quintyn et Taylor (2003)]. Sur le plan microéconomique, les crises peuvent être issues de pratiques laxistes d'octroi de crédits bancaires. Cela peut alimenter les bulles de prix d'actifs ou mener à une concentration excessive des portefeuilles bancaires. Un faible système de contrôle du risque représente aussi un des facteurs majeurs dans l'émergence d'une crise menant à une détérioration du bilan des banques. Dans une telle situation, les banques sont vulnérables au moindre choc extérieur. Cela peut dès lors entraîner un manque de confiance des investisseurs

et un mouvement de panique. Quant aux crises bancaires d'origine macroéconomique, elles sont issues d'événements extérieurs. En effet, même dans le cas d'un système bancaire sain, un contexte macroéconomique instable peut être à l'origine du déclenchement des crises bancaires. Un système bancaire régi par un cadre réglementaire solide peut être touché par des crises bancaires issues de mauvaises politiques macroéconomiques (monétaire, budgétaire, de change). Quintyn et Taylor (2003) expliquent qu'une mauvaise politique de change peut exposer les banques au risque de *currency mismatch*⁸ ou au risque de crédit. De même, les banques peuvent être vulnérables à une politique monétaire inadaptée menant à des taux d'intérêt élevés et volatiles.

Cartapanis (2011) a défini les facteurs et les conditions conduisant à une crise bancaire (figure 2-2).

Figure 2-2 Périodisation des crises bancaires.



Source: Cartapanis André (2011)

⁸Le *currency mismatch* ou asymétrie de devises est le fait que la banque ait un passif en devise supérieur à son actif en devise. S'il y a un *currency mismatch* dans les bilans des banques, il peut y avoir une panique bancaire (Jeanne et Zettelmeyer (2002) ; Eichengreen et Hausmann (1999)).

L'auteur explique qu'une telle instabilité commence par une phase d'euphorie suivie d'une phase d'ajustement brutal. Cette dernière est due à la prise de conscience de l'ampleur du risque pris par les investisseurs et les banques. On arrive enfin à ce que l'auteur appelle la phase *neurasthénique* pendant laquelle on voit apparaître les effets négatifs de l'ajustement brutal aboutissant à une crise bancaire.

Nous mettons en lumière quatre pôles importants à l'origine des crises bancaires à savoir : la fragilité du secteur bancaire, la volatilité des capitaux internationaux, la nature même de ces capitaux échangés suite à la libéralisation financière et enfin le niveau de développement institutionnel.

1.1.Fragilité du secteur bancaire

Les chercheurs et les praticiens ont toujours mis en exergue l'importance d'un système bancaire sain et solide. Cependant, le nombre d'échecs et d'instabilités enregistrés dans les systèmes bancaires remet la vulnérabilité de ces institutions au cœur du débat actuel sur les causes et les conséquences des grandes faillites bancaires. Bruinshoofd *et al.*(2010) expliquent qu'un secteur bancaire solide est un ensemble de banques qui accordent des crédits générant des revenus suffisants pour couvrir les risques auxquels elles sont exposées. Ces banques doivent donc être capables d'évaluer correctement les risques liés à l'intermédiation financière. Une évaluation appropriée des risques nécessite une surveillance et une sélection efficace des débiteurs et une allocation optimale des fonds. Une telle évaluation des risques se manifeste par un niveau faible des crédits non performants et un niveau élevé de bénéfices et de liquidité. De même, Mishkin (1996) explique que la majorité des paniques bancaires aux États Unis ont été précédées par une augmentation du taux d'intérêt à court terme. Du côté de l'actif des bilans bancaires, les prêts à long terme sont à taux d'intérêt fixe ce qui fait que le taux de rendement des actifs ne peut s'ajuster assez rapidement. Dès lors, la banque subit une détérioration de ses résultats. Dans un pays donné, toutes les banques sont susceptibles d'être exposées, à certain degré, au risque de taux d'intérêt associé à la transformation de maturité qui est une des fonctions typiques du système bancaire.

La concentration de la structure de propriété du secteur bancaire peut aussi être une source de fragilité de ce dernier. Néanmoins, les études théoriques n'aboutissent pas au même résultat quant à la relation possible entre concentration de propriété et stabilité du secteur

bancaire. Certains travaux suggèrent qu'un secteur bancaire peu concentré et constitué en majorité de petites banques est plus exposé aux risques de crises qu'un secteur bancaire concentré et doté de quelques grandes banques [Allen et Gale (2000, 2003) et Levine *et al.* (2003,2005)].

En effet, les auteurs partisans de la relation « concentration-stabilité financière » trouvent que les systèmes bancaires concentrés sont moins fragiles. De par leurs portefeuilles diversifiés, les grandes banques peuvent améliorer leurs bénéfices et diminuer leurs expositions aux risques. Ainsi, des profits élevés fournissent à ces dernières la possibilité de faire face aux chocs adverses. Certains auteurs estiment aussi qu'un nombre restreint de grandes banques est plus facile à surveiller qu'un nombre élevé de petites banques et que, de ce fait, le contrôle des banques s'avère plus efficace dans un système bancaire concentré (Allen et Gale, 2000). De même, Becket *al.* (2003) trouvent que la concentration joue un rôle stabilisateur dans le secteur bancaire. Ils expliquent que les pays ayant un secteur bancaire concentré sont moins exposés au risque de crise.

D'autres auteurs, par contre, trouvent qu'une concentration du secteur bancaire augmente la fragilité des banques. Les partisans de la relation « concentration - fragilité » soutiennent que les grandes banques reçoivent fréquemment des subventions nettes par le biais implicite de la politique « *too big to fail* », alors que les petites banques n'en bénéficient pas. Cette protection accordée aux grandes banques peut, à son tour, intensifier l'incitation à la prise de risque. Un tel comportement est de nature à augmenter la fragilité des systèmes bancaires concentrés (Mishkin, 1999 et O'Hara et Shaw, 1990). De même, les auteurs qui adhèrent à la relation « concentration - fragilité » sont en désaccord avec la théorie qui postule qu'un nombre restreint de grandes banques est plus facile à surveiller qu'un nombre élevé de petites banques. Etant plus complexe de par leur taille, les grandes banques peuvent être plus opaques, ce qui aura donc tendance à engendrer un effet positif de la concentration sur la fragilité. Enfin, Demirgüç-Kunt *et al.* (2003) affirment que dans les économies émergentes, une plus grande concentration sur le secteur bancaire est associée à une plus faible efficacité des banques.

1.2.Rôle du cadre institutionnel

Dans la littérature académique, un intérêt particulier a été accordé au cadre institutionnel dans la mesure où il représente l'un des facteurs qui peuvent aggraver la

fragilité du secteur bancaire face à un choc externe. Un développement imparfait du cadre institutionnel peut se manifester par une mauvaise application des contrats et des règles convenus, un niveau de corruption élevé, un faible cadre réglementaire et de supervision. Dans un tel cadre institutionnel et face aux changements que subit le marché financier suite à la libéralisation financière internationale, les acteurs financiers se trouvent face à une pression qui les pousse à contourner les règles instituées pour maintenir leur niveau de rentabilité. Cette réaction de la part des banques s'affiche davantage quand l'aléa moral domine et la discipline de marché est pratiquement absente. Les banques adoptent alors un comportement spéculatif en prenant des risques excessifs. En outre, face à un dispositif prudentiel inefficace et un manque de contrôle sur le marché, les acteurs financiers sont plus tentés à recourir en masse à un endettement en devise à court terme, car ils sont rassurés par la présence d'un filet de sécurité.

Toujours dans le même ordre d'idées, un cadre institutionnel défaillant se caractérise par un non-respect des contrats et des lois. Il en résulte alors une aggravation du risque de non remboursement, puisqu'il est désormais possible pour les banques de financer des projets risqués en contrepartie d'un rendement promis élevé, d'où une accumulation des crédits non performants et un risque d'insolvabilité des acteurs financiers. Ainsi, face à l'opacité du marché, les investisseurs perdront confiance et procéderont par conséquent à un retrait massif de leurs capitaux. Ce phénomène mènera inévitablement à une crise de liquidité qui peut se transformer par la suite en une crise bancaire généralisée.

À moins que les pays disposent d'institutions bien développées, d'une bonne supervision et d'une réglementation prudentielle pour freiner la prise de risque excessive, la libéralisation peut augmenter la fragilité du secteur financier et mener ainsi à une crise bancaire. En effet, certains facteurs tels qu'un niveau de corruption élevé, une faible qualité de la bureaucratie ou une mauvaise application des contrats peuvent être à l'origine de l'allocation d'une part importante des entrées de capitaux étrangers vers les groupes d'intérêts spécifiques. Ces derniers peuvent investir les ressources disponibles dans des activités contre-productives. En revanche, lorsque la corruption est moins répandue et que les règles financières, comptables et autres procédures administratives sont transparentes et respectées, les dirigeants ont tendance à allouer plus efficacement les capitaux étrangers. De même, des instruments juridiques, une structure de gouvernance d'entreprise et des normes d'information minutieusement appliquées motivent les dirigeants à mener une gestion efficace des flux de

capitaux. Enfin, un meilleur niveau d'éducation a une incidence favorable sur la capacité d'adoption de nouvelles technologies étrangères dans le pays hôte.

Dans une analyse de la relation entre crises bancaires et libéralisation financière, Demirgüç-Kunt et Detragiache (1998a), ont abouti au résultat suivant « *Banking crises are more likely to occur in liberalized financial systems. However, the impact of financial liberalization on banking sector fragility is weaker where the institutional environment is strong. In particular, respect for the rule of law, a low level of corruption, and good contract enforcement are relevant institutional characteristics* ».

Les auteurs expliquent que la fragilité financière peut être affectée par de mauvaises politiques macroéconomiques et par la vulnérabilité aux crises de la balance de paiement. Toutefois, ils trouvent aussi, qu'indépendamment de ces facteurs, la libéralisation financière exerce un effet négatif non négligeable sur la stabilité du secteur bancaire. Cet effet peut être limité par un environnement institutionnel solide caractérisé par le respect des règles et des lois, un faible niveau de corruption et une exécution des termes de contrats.

A la lumière des résultats trouvés, les auteurs expliquent que le développement institutionnel est un prérequis indispensable à réaliser avant de procéder à la libéralisation financière, afin de pouvoir assurer la stabilité du secteur bancaire. C'est pourquoi, il est important de procéder à une libéralisation progressive (« *the path to financial liberalization should be a gradual one* » Demirgüç-Kunt et Detragiache (1998a)) tout en veillant à ce que certaines conditions préalables soient atteintes (dont le développement institutionnel).

Selon Mehrez et Kaufmann (1999) et Prasad *et al.* (2003), le risque associé à la libéralisation des secteurs financiers dans les pays en développement peut être modéré par un cadre institutionnel développé. Les auteurs expliquent à titre d'exemple que le manque de transparence peut être associé à un comportement grégaire des investisseurs internationaux qui peut déstabiliser les marchés financiers d'un pays en développement. De même, un degré élevé de corruption peut affecter la composition des entrées de capitaux d'un pays le rendant ainsi plus vulnérable aux risques d'attaques spéculatives et de chocs extérieurs. Baltagi *et al.* (2007, en prenant le cas des pays d'Asie touchés par la crise en 1997, attestent que ces derniers ont changé leurs politiques économiques mais n'ont pas accordé d'importance à leurs politiques institutionnelles.

La relation entre le développement du cadre institutionnel et le déclenchement des crises financières a aussi été expliquée par Faria et Mauro (2009). Les auteurs ont constaté qu'une meilleure qualité institutionnelle a tendance à attirer les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille. Ceci explique pourquoi les pays ayant un faible cadre institutionnel attirent plus de capitaux volatiles et risqués et sont, par conséquent, plus exposés aux risques de crises bancaires.

Ainsi, les pays ayant procédé à la libéralisation financière dans un faible cadre institutionnel sont plus exposés aux risques de crises bancaires. Néanmoins, l'amélioration du cadre institutionnel n'est pas une condition suffisante pour qu'un pays puisse réussir l'ouverture de son secteur financier. Il faut en plus renforcer le cadre réglementaire régissant les mouvements de capitaux.

1.3. Entrée de capitaux, boom de crédit et Sudden Stop⁹

Un boom de crédit est un épisode pendant lequel le crédit au secteur privé s'accroît plus rapidement qu'à son rythme normal. Il est fortement corrélé avec les épisodes d'entrée des capitaux internationaux dans les pays en développement. En effet, suite à la libéralisation financière interne et externe, il y a eu une entrée massive des capitaux étrangers généralement intermédiés par le secteur bancaire. Les banques bénéficiaient donc d'une hausse de leur niveau de liquidité, ce qui les encourageait à accorder davantage de crédits. Néanmoins, si cette entrée massive des capitaux a eu lieu dans le cadre d'un système bancaire peu réglementé, elle peut engendrer une augmentation des crédits accordés au secteur privé sans pour autant qu'il y ait un niveau d'investissement important ni de projets rentables. Une augmentation rapide des crédits bancaires s'est souvent traduite par une prise de risque excessive de la part des banques, qui se manifeste par une détérioration de la qualité des actifs bancaires. La solvabilité des banques se trouve donc compromise en raison de l'accumulation de crédits non performants. En effet, en période de « *bust* », les agents auxquels des prêts ont été accordés dans un cadre réglementaire laxiste sont devenus insolvables et n'étaient plus en mesure d'honorer leurs dettes. Les banques, devenant ainsi vulnérables, arrêtent d'octroyer des crédits, les investissements s'effondrent et la crise se déclenche. Une étude du FMI (2004), concernant vingt-huit pays émergents sur la période 1970-2002, montre que le PIB réel

⁹Arrêt soudain des entrées des capitaux étrangers.

par tête diminue de 5% après la fin du boom de crédit, reflétant ainsi une contraction sévère de la consommation et surtout de l'investissement. En même temps, environ trois quart des booms de crédit sont associés à une crise bancaire tandis que près des sept huitième sont associés à des crises de change. Ceci reflète donc l'effet déstabilisateur que pourrait avoir une expansion rapide des crédits sur le secteur bancaire et financier en général. Terrones et Mendoza (2004) trouvent que dans les pays émergents les flux de capitaux et la libéralisation financière ont joué un rôle considérable dans les booms de crédit. Plus de la moitié des cas des booms de crédit étudiés par les auteurs ont eu lieu suite à une forte entrée de capitaux internationaux. Magud, Reinhart et Vesperoni (2012) expliquent qu'un tel afflux des capitaux internationaux peut générer de l'incertitude et de l'instabilité. Selon ces auteurs, une entrée massive des capitaux internationaux peut mener à une expansion monétaire importante et une croissance rapide des crédits, augmenter la vulnérabilité des pays associés à l'écart de maturité et de devise et engendrer des distorsions sur le prix des actifs. L'écart de maturité exprime un décalage entre l'actif de la banque qui est en général de long terme et le passif qui est de court terme. L'asymétrie de devises, appelé aussi décalage monétaire, peut se produire lorsque les banques domestiques financent des projets d'investissement à partir des ressources libellées en devise. La banque court un risque lié à ce décalage monétaire parce qu'elle s'est engagée en monnaie étrangère tandis que ses revenus sont libellés en monnaie locale. Le secteur bancaire est dans ce cas exposé à un risque de dépréciation de la monnaie nationale, qui aurait pour conséquence des effets négatifs sur son bilan, augmentant par là le risque de défaut de paiement. Park (2011) explique que l'asymétrie de devise et de maturité, qu'il appelle « *twin mismatches* », ont été à l'origine de la crise asiatique et de la crise économique de 2008-2009. L'auteur trouve aussi que l'origine de la plupart des crises touchant les pays émergents serait liée à ces problèmes de « *twin mismatches* ». Quand les institutions bancaires et non bancaires détiennent des actifs à long terme et à faible liquidité comme les prêts à long terme (libellés en monnaie nationale ou étrangère) et que ces actifs sont financés par des emprunts sur des marchés domestiques et étrangers, ils s'exposent à des risques de liquidité et de solvabilité. De telles crises ont lieu quand la liquidité sur le marché diminue soudainement. Un tel choc peut avoir lieu ou s'aggraver dans le cas de retrait soudain de capitaux internationaux.

Section 2 : Mobilité des capitaux internationaux et stabilité du secteur bancaire

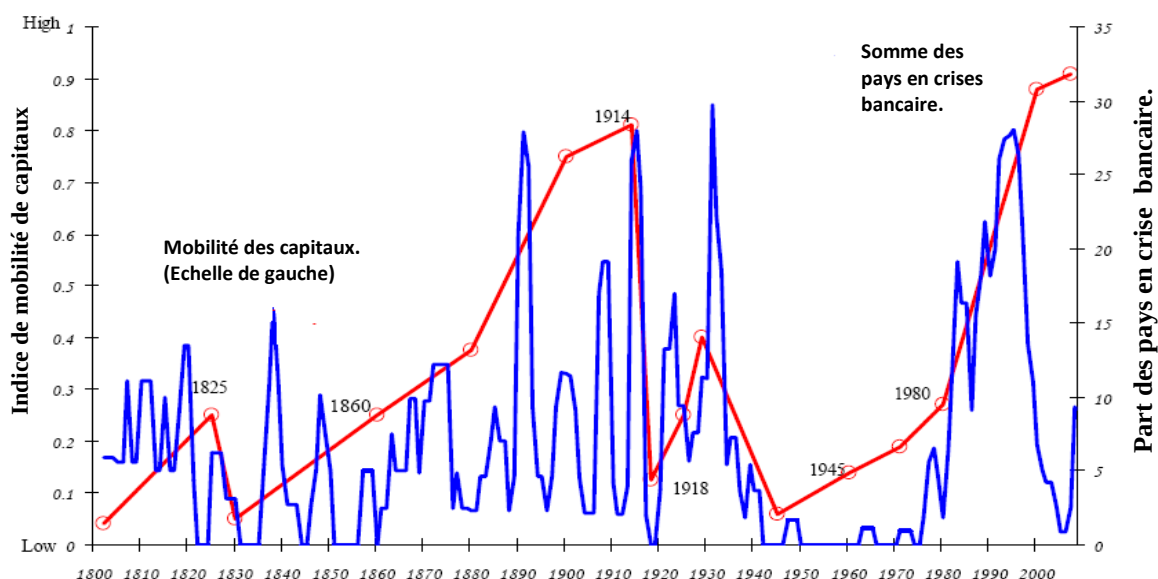
2.1.Relation entre la globalisation financière et les crises bancaires

L'histoire de la globalisation financière a fait valoir la forte corrélation entre la mobilité des capitaux internationaux et les crises bancaires. En effet, une libre circulation des capitaux internationaux a souvent lieu suite à un mouvement de dérèglementation. Les banques évoluent dès lors dans un niveau de réglementation et de supervision insuffisant. De même, l'entrée des capitaux internationaux suite à la globalisation financière est généralement accompagnée d'un excès d'optimisme quant aux bénéfices futurs. L'abolition des restrictions à laquelle vient s'ajouter une perception optimiste de la conjoncture économique, conduit souvent à une augmentation de la demande de crédit. Afin de satisfaire une telle demande qui croît plus rapidement que les dépôts domestiques, les banques peuvent recourir aux capitaux étrangers. Ces capitaux, étant intermédiés directement ou indirectement par les banques domestiques, viendront augmenter la capacité d'octroi du crédit de ces dernières. Comme nous l'indiquons ci-dessus, une croissance rapide des prêts serait susceptible de surpasser les ressources d'information disponibles dans les institutions financières. Notons aussi que cette croissance de l'offre de crédit est motivée par une croissance accrue de la concurrence sur le marché du crédit entraînant une baisse de la marge d'intermédiation et une prise de risque excessive par les banques [Demirguc-Kunt et al.2003]. Le niveau des crédits non performants va dès lors augmenter et la qualité des actifs des banques va, de ce fait, se détériorer.

Les banques se trouvent exposées au risque de *maturity mismatch* (asymétrie des échéances). Par ailleurs, étant de plus en plus dépendante des financements étrangers, les banques courent aussi un risque de *currency mismatch* (asymétrie de devises). En cas de choc subi par l'économie du pays hôte, il peut y avoir un retrait soudain des capitaux étrangers et un arrêt d'octroi de crédit. Un tel phénomène va engendrer un mouvement de panique au niveau des déposants qui vont procéder à un retrait massif et soudain de leurs avoirs en banques. Cela peut ainsi engendrer la faillite des banques insolvables ou illiquides lors d'une telle ruée aux guichets. Caprio et Klingebiel (1996) mènent une étude sur la relation de causalité entre la globalisation financière et les crises bancaires. Ils suggèrent que les politiques de dérèglementation et le manque de supervision au moment de la libéralisation sont souvent suivis par une instabilité financière et des crises bancaires. En effet, dans plusieurs pays, la

déréglementation des institutions financières a eu lieu plus rapidement que l'amélioration de l'infrastructure financière dans plusieurs pays. Ce décalage de réformes est l'une des sources de faiblesse financière qui aboutissent par la suite à une crise bancaire. Une étude exhaustive a été menée par Reinhart et Rogoff (2008) qui met en lumière la relation entre la libéralisation financière internationale et le déclenchement des crises bancaires sur un large échantillon de pays entre 1800 et 2008 (figure 2-4). Les auteurs trouvent que, depuis le début du XIX^e siècle, une forte corrélation existe entre la mobilité des capitaux et la fréquence des crises bancaires. Ces mêmes données montrent aussi que les périodes pendant lesquelles la mobilité des capitaux est freinée, par exemple, suite à la Seconde Guerre mondiale et jusqu'aux années 1970, un nombre remarquablement moindre de crises bancaires a été enregistré.

Figure 2-3 mobilité des capitaux et incidence sur les crises bancaires: 1800 – 2008



Source: Bordo et al. (2001), Caprio et al. (2005), Kaminsky et Reinhart (1999), Obstfeld et Taylor (2004) et Reinhart et Rogoff (2008).

Note : L'échelle de droite de la figure indique la moyenne mobile sur trois ans de la part des pays en proie à une crise bancaire. Sur l'échelle de gauche, les auteurs ont reporté l'indice de mobilité internationale des capitaux conformément à la présentation d'Obstfeld et Taylor qui mesure la mobilité des capitaux *defacto* à partir des flux réels.

2.1.1. La nature des flux de capitaux

Dans les pays ayant adopté une politique de libéralisation financière internationale, la nature des flux de capitaux représente un facteur déterminant dans la stabilité du secteur

bancaire et financier. On distingue trois types de capitaux internationaux à savoir : les investissements directs étrangers, les investissements de portefeuilles et les dettes.

Les mouvements de capitaux spéculatifs comme les dettes dépendent en grande partie de l'écart du taux d'intérêt et des anticipations concernant l'évolution du taux de change qui peuvent changer, conduisant rapidement à la volatilité de ces capitaux. Par ailleurs, les investissements directs à l'étranger (IDE) sont déterminés à long terme par des caractéristiques économiques fondamentales qui sont plus stables. Ils représentent donc des flux de capitaux moins risqués et sont à l'abri de tout retrait massif en cas de détérioration de la situation économique du pays hôte. (Prasard, 2003 ; Tong et Wei, 2009).

La nature risquée des flux de dettes a été confirmée par Prasad *et al.* (2006) dans une étude qui porte sur le niveau de volatilité des différents types de flux de capitaux sur une période allant de 1985 à 2004. Ils trouvent que dans tous les pays de l'échantillon étudié (pays développés et en développement), la volatilité des flux des dettes est plus élevée que celle des IDE et des investissements de portefeuille. De même, Calvo *et al.* (2008) expliquent que l'arrêt soudain des flux de capitaux, considéré comme le point de départ des crises bancaires, est plus probable dans les pays qui s'appuient d'avantage sur les dettes extérieures à court terme ou sur les investissements en portefeuille plutôt que sur les IDE. Milesi-Ferretti et Tille (2010) trouvent que les investissements directs étrangers, de par leur nature de long terme, sont peu vulnérables aux problèmes de liquidité. Par contre, les flux de dettes, sont plus sensibles aux chocs. Quant aux investissements de portefeuille, ils représentent un cas intermédiaire: bien qu'ils soient plus instables que les IDE, ils n'ont pas d'implication aussi importante que la fuite des flux de dettes. Joyce (2010) trouve qu'une augmentation des investissements directs étrangers dans un pays donné contribue à une diminution du nombre de crises, tandis que les dettes extérieures ont l'effet inverse.

L'effet que peut avoir l'entrée des flux de capitaux dépend donc de leur nature. Fernández-Arias et Hausmann *et al.* (2000) comparent l'effet de la nature des flux de capitaux échangés à l'effet « cholestérol »: Il y a les flux bénéfiques au développement (principalement les IDE) et les flux qui présentent un risque pour la stabilité financière (tels que les emprunts). Toutefois, les auteurs estiment qu'une part importante des IDE par rapport au total des entrées de capitaux ne reflète pas toujours l'image réelle de la stabilité du pays. Ainsi, l'effet des capitaux internationaux sur la stabilité du secteur bancaire dans les pays en développement peut s'expliquer par la composition des capitaux internationaux.

Comme nous l'avons montré auparavant (Chapitre 1, section 4), les flux de capitaux échangés par les PED sont dominés par des flux de dettes. Une telle préférence pour des capitaux volatile est sujette aux retraits soudains en cas de choc et peut être à l'origine des crises bancaires vécues par ces économies.

2.1.2. Les flux de capitaux internationaux : un mouvement bidirectionnel

En passant en revue la littérature traitant de l'effet des mouvements de capitaux internationaux sur le déclenchement des crises bancaires, et comme nous l'avons précisé dans le premier chapitre, on remarque qu'un point important en a été négligé : il s'agit du caractère bidirectionnel des flux de capitaux enregistrés suite à la libéralisation financière internationale. En effet, une politique de libéralisation financière extérieure ne consiste pas seulement à la levée des restrictions sur les entrées des capitaux étrangers. Il y a lieu de considérer aussi la libéralisation de la sortie des capitaux domestiques vers le reste du monde. Toutefois, l'effet de cette politique sur la stabilité du secteur bancaire a toujours été expliqué principalement par la volatilité des capitaux internationaux entrants. Les principaux facteurs, mis en exergue dans la littérature académique expliquant le risque de crise émanant de la libéralisation financière externe, étaient liés à la quantité et à la qualité des capitaux entrants, à l'arrêt soudain de cet afflux de capitaux et au retrait brusque de ces derniers (le « *sudden stop* »).

Néanmoins, les risques auxquels peut faire face un pays suite à la sortie de capitaux domestiques vers le reste du monde, ou ce qu'on appelle fuite des capitaux, en réponse à un choc négatif subi par le pays d'origine, sont aussi importants. Rothenberg et Warnock (2006) mènent une étude sur les « *sudden stops* » et leurs effets sur le déclenchement des crises. Ces auteurs cherchent à identifier l'origine d'un tel risque en faisant la distinction entre les « *sudden stops* » causés par le retrait des investisseurs internationaux d'une part et la fuite soudaine des capitaux domestiques d'autre part. Les auteurs montrent que près de la moitié des « *sudden stops* » observée s'explique par des épisodes de fuites soudaines des capitaux domestiques associées à un ralentissement économique et à la dépréciation des monnaies. De même, Calderon et Kubota (2013) mènent une étude sur les déterminants du « *sudden stop* » issu de la décision des investisseurs étrangers de retirer leurs fonds et celle des investisseurs domestiques d'investir à l'étranger. Les auteurs étudient, par la suite, le lien entre les crises bancaires et le « *sudden stop* » (tableau 2.1).

Les résultats trouvés montrent que les crises bancaires ont lieu pendant une période de 5 ans avant et après la date du « *sudden stop* ». Calderon et Kubota (2013) trouvent que plus de 25% des arrêts soudains (nets) sont associés à une crise bancaire. Quant aux « *sudden stop* » ayant eu lieu suite à un arrêt de l’afflux des capitaux étrangers, ils sont à l’origine de 33% des crises bancaires dans les pays émergents et de 38% dans les pays industrialisés. Par ailleurs, les auteurs trouvent que 20% des crises bancaires dans le monde ont eu lieu suite à une sortie des capitaux domestiques. Ces résultats montrent bien la forte association entre les crises bancaires et les « *sudden stops* » issus aussi bien de l’arrêt de l’afflux des capitaux étrangers que de la sortie des capitaux domestiques vers le reste du monde.

Tableau 2-1 Fréquence du "Sudden Stop" et crises bancaires

	Crises Bancaires			
	Avant	Pendant	Après	Total
A- Sudden Stops¹⁰				
Tous les pays	10%	13%	4%	27%
Pays Industrialisés	15%	8%	5%	27%
Pays Emergeants	8%	15%	4%	26%
B- Sudden Stops des entrées des capitaux étrangers				
Tous les pays	13%	20%	2%	34%
Pays Industrialisés	17%	14%	7%	38%
Pays Emergeants	11%	22%	0%	33%
C- Sudden Stops des sorties des capitaux étrangers				
Tous les pays	11%	4%	6%	20%
Pays Industrialisés	20%	0%	4%	24%
Pays Emergeants	3%	7%	7%	17%

Source: Calderon et Kubota (2013)

Il est donc important, dans l’étude de la relation entre les mouvements de capitaux internationaux et la stabilité du secteur bancaire, de faire la distinction entre les effets des avoirs à l’étranger et ceux des engagements envers l’étranger. On pourra ainsi apporter une réponse à l’origine de la réduction soudaine des capitaux identifiée comme l’un des principaux facteurs de déclenchement des crises suite à la libéralisation financière internationale. Cette réduction s’explique-t-elle par une vente des actifs domestiques (retrait

¹⁰ Arrêt soudain des capitaux.

des investisseurs étrangers), par l'achat d'actifs étrangers (investissement à l'étranger des capitaux domestiques) ou par les deux à la fois ?

En théorie, les capitaux internationaux vont des pays possédant une abondance des capitaux vers ceux en besoin de financement, donc des pays les plus développés vers ceux en développement. Toutefois, il peut y avoir une sortie des capitaux des pays les plus pauvres : c'est une fuite vers la qualité quand le pays d'origine fait face à un choc qui fragilise l'économie (facteur *Push*). Une telle sortie des capitaux domestiques peut s'avérer néfaste pour le pays d'origine. Les décideurs politiques doivent donc mieux gérer leurs marchés et prévenir un tel retournement des capitaux domestiques.

2.2. Phénomènes de Contagion et crises bancaires systémiques

Le phénomène de contagion touchant le secteur bancaire se définit comme l'occurrence d'un choc touchant une banque et sa propagation, à un rythme plus marqué, à d'autres institutions ou d'autres pays. Ce phénomène peut être dû à la diffusion de l'information, à la similarité entre une banque donnée et une autre qui a fait faillite, à l'effet domino (existence de prêts interbancaires) ou à la chute en chaîne des prix d'actifs.

Dans la littérature, plusieurs canaux de contagion ont été identifiés. Masson (1998, 1999) et Schmukler *et al.* (2006) en définissent trois liens :

- Un « lien réel » qui représente le canal qui explique la contagion entre les pays. Le lien réel a lieu généralement en présence de commerce ou d'IDE. En effet, quand il y a une concurrence entre deux pays A et B sur le même produit et que le pays A procède à la dévaluation du taux de change, cela aura tendance à réduire la compétitivité des produits du pays B. Il peut aussi exister une concurrence sur l'entrée des IDE du pays A et B dans un tiers pays C. Si le pays A dévalue sa monnaie, cela mettra la pression sur le pays B qui devra dévaluer lui aussi sa monnaie pour rééquilibrer son secteur extérieur.
- Un « lien financier » qui a lieu en présence d'une forte interconnexion financière entre les économies. Une telle connexion s'explique par la recherche d'une diversification globale des risques par des investisseurs internationaux. Les pays ayant des actifs échangeables sur le marché international sont exposés à ce risque de contagion.
- Enfin, la contagion peut s'expliquer par la transmission des chocs entre les pays suite à un comportement de panique. Un tel comportement a lieu en présence de problème d'asymétrie d'information. En effet, un investisseur mal informé (sachant que l'accès à

l'information est une opération coûteuse) aura une interprétation pessimiste d'une information relative à la stabilité dans un marché. Cette interprétation se répercute sur les autres marchés sains par pure mimétisme. Il s'agit ici de la contagion « *discriminante* »,

Toujours dans le même cadre d'étude, Santor (2003) trouve qu'il y a trois principaux types de contagion bancaire qui mènent différemment à une crise: une contagion basée sur les fondamentaux économiques, une contagion basée sur le comportement des investisseurs et une contagion bancaire. La contagion basée sur les *fondamentaux économiques* est associée à des chocs qui frappent plusieurs marchés en raison de l'existence de composantes communes (telles que la variation du cours de pétrole, la variation du taux d'intérêt Américain, etc.) et de l'interdépendance commerciale et financière entre les pays. Le deuxième type de contagion, fondé sur le *comportement des investisseurs*, décrit le passage des crises d'un pays à un autre, même si leurs liens économiques sont étroits. Dans ce cas, les pays touchés ont des caractéristiques semblables. C'est ce qui amène les investisseurs à réévaluer les risques liés aux placements sur d'autres marchés par un pur comportement de mimétisme. La contagion mimétique joue un rôle important car l'apparition d'une crise serait attribuable non seulement aux fondamentaux macroéconomiques mais aussi à l'information relative aux pays touchés par les crises. Le dernier type de contagion décrit par Santor (2003) est la contagion bancaire. Une banque qui fait faillite peut affecter les autres banques de trois manières. D'abord, elles peuvent être touchées à cause de leur appartenance au *même système de paiement que la banque en difficulté*. Ensuite, la faillite bancaire peut aussi entraîner des problèmes de liquidité et de solvabilité aux autres banques dans le cadre du marché interbancaire. En effet, dans le cas où des banques ayant un besoin de liquidité empruntent auprès des banques ayant un excédent de liquidité et font défaut de paiement par la suite, elles peuvent transmettre le risque aux banques prêteuses saines.

La contagion sous toutes ses formes est donc présentée dans la littérature comme un facteur de propagation d'une crise bancaire. Une telle propagation des risques par le canal de la contagion peut donner lieu à un risque de nature systémique. La contagion représente ainsi une des principales composantes du risque systémique.

2.1.3. Risque systémique

Le risque systémique n'est pas une notion nouvelle. Il est défini comme la probabilité que la faillite d'une institution financière ait de lourde conséquence sur l'ensemble du

système financier et l'économie réelle. Il s'agit du risque de l'occurrence d'une réaction en chaîne, par le canal de contagion, entraînant la faillite de l'ensemble des institutions (financières) interconnectées.

Mishkin (1995) définit le risque systémique comme *«un événement soudain et inattendu qui perturbe le système d'information du marché financier. Un tel problème d'asymétrie d'information empêche le marché financier de diriger des fonds vers les opportunités d'investissement les plus productives»*. Viral Acharya (2009) explique qu'une crise est de nature «systémique» si de nombreuses banques font faillite en même temps, ou si la faillite d'une banque se propage par un effet de contagion entraînant l'échec de nombreuses autres banques. De même, Kaufman (1995) définit le risque systémique comme le risque d'une réaction en chaîne d'institutions défaillantes interconnectées.

Une enquête approfondie sur le risque systémique a été menée par De Bandt et Hartmann (2000) en se basant à la fois sur des travaux théoriques et empiriques. Selon les auteurs, le problème du risque systémique se pose lorsque des événements systémiques nuisibles touchent un grand nombre d'institutions et empêchent le système financier de fonctionner normalement. La BRI (1994) définit le risque systémique comme le risque que le défaut d'un participant à faire face à ses obligations contractuelles puisse engendrer le défaut d'autres participants, avec une réaction en chaîne qui va suivre et qui mènera à des difficultés financières plus larges. De même, et à partir d'une revue de la littérature traitant les déterminants du risque systémique, Martinez Jaramillo *et al.* (2010) concluent que les principales composantes du risque systémique sont les suivantes : D'abord, un choc initial touche une ou plusieurs institutions. Ensuite, un mécanisme de contagion transmet ce choc aux autres institutions dans le système. Le risque systémique est attribué à trois principales sources: la nature de l'activité bancaire, l'interconnexion des banques et les problèmes d'information et de crédibilité de la banque (asymétrie d'information). Ces trois facteurs peuvent être à l'origine d'un risque systémique, déclenchant ainsi la faillite des banques qui se propagera alors par ce qu'on appelle effet de contagion ou effet domino.

La dérèglementation et la libéralisation internationale des marchés financiers ont donné naissance à d'importants mouvements de capitaux transfrontaliers. Ces échanges financiers internationaux renforcent l'interconnexion entre les institutions financières et le recours à de nouveaux instruments financiers de plus en plus complexes. La contagion et le risque systémique représentent un des canaux qui expliquent l'effet de la globalisation financière sur

les crises bancaires et leur propagation. En effet, suite à l'ouverture financière, les liens financiers entre les pays se resserrent, ce qui facilite la transmission des chocs. Le recours aux financements étrangers de nature volatile et intermédié principalement par le secteur bancaire, expose les PED au risque de chocs extérieurs et de crises bancaires systémiques. Une économie ouverte aux échanges financiers internationaux est donc plus exposée à des crises bancaires systémiques.

Un intérêt particulier a été porté par les décideurs politiques et les travaux académiques à un tel risque notamment suite à la crise financière de 1998 qui a touché les pays d'Asie et d'Amérique Latine ainsi que la Russie. Toutefois la dernière crise financière mondiale de 2008 et l'ampleur des conséquences qui en découlent sur la sphère financière et l'économie réelle, a placé le risque systémique au cœur des travaux récents sur les réformes réglementaires internationales. C'est à partir d'un tel constat qu'ont vu le jour les réformes ayant pour objectif la révision du cadre réglementaire. Un nouveau cadre réglementaire a pour objectif de contenir le risque systémique et de mettre en place les dispositifs réglementaires nécessaires afin d'éviter l'exposition des pays aux de crises de nature systémique¹¹.

Section 3 :Conséquences et coûts des crises bancaires

L'intérêt porté aux crises bancaires provient principalement des coûts qu'elles génèrent en termes de pertes financières pour les parties prenantes (tels que les actionnaires, les déposants, etc.), de perte de compétitivité et une déstabilisation potentielle de l'ensemble du système financier à travers un phénomène de contagion. La résolution de ces faillites nécessite d'importantes ressources particulièrement rares dans les économies émergentes (Honohan, 1997).Le coût économique des faillites bancaires est aggravé si l'effondrement des banques interrompt la fonction d'intermédiation financière entraînant ainsi une baisse de l'investissement et de la production. Une crise bancaire touchant une partie ou la totalité du secteur bancaire peut infliger des coûts importants à l'économie dans sa totalité.

Tout d'abord, les «parties prenantes» dans les banques seront directement touchées. Il s'agit notamment des actionnaires dont la valeur des portefeuilles d'actions va diminuer, des déposants qui vont être confrontés au risque de perdre tout ou une partie de leurs épargnes, des créanciers des banques qui ne pourront pas obtenir de remboursement et enfin des clients

¹¹Les réformes réglementaires sont étudiées dans le troisième chapitre.

emprunteurs, dépendants de leurs banques, qui pourraient avoir des difficultés à trouver d'autres sources alternatives de financement. De plus, les contribuables peuvent aussi encourir des coûts suite à la résolution des crises affectant les banques publiques par l'intervention de l'Etat.

De même, une crise bancaire peut amplifier les problèmes d'asymétrie d'information puisqu'il y aura une perte d'information concernant les clients des banques. Les emprunteurs auront ainsi plus de difficultés à obtenir des crédits et le coût de financement augmentera à cause de l'accroissement de la prime de risque. Dans une économie touchée par une crise bancaire, l'incertitude des entrepreneurs peut aussi augmenter, ce qui les poussera à diminuer leur recours à l'endettement et à prendre moins de décisions d'investissement. De telles politiques restrictives de crédit peuvent s'avérer néfastes pour l'économie. En créant des problèmes de confiance entre la banque et ses clients mais aussi entre les banques elles-mêmes au sein du marché interbancaire, une crise peut compromettre le bon fonctionnement du système financier.

Outre le coût subi par les économies en période de crise, il y a aussi le coût de sortie de crise qui peut s'avérer très cher. Il s'agit des dépenses budgétaires et de coûts sociaux trop élevés. Schwierz (2004) distingue deux catégories de coûts liés aux crises bancaires : les coûts budgétaires et les coûts économiques. Les coûts budgétaires présentent les dépenses de fonds publiques dues à l'intervention de l'Etat pour prévenir ou résoudre les crises bancaires. Quant aux coûts économiques, il s'agit des effets directs et indirects des crises bancaires sur l'activité économique mesurés par la perte de production. Selon Honohan et Klingebiel (2000), le coût des crises bancaires a été particulièrement élevé dans les pays en développement. En effet, les Etats ont utilisé en moyenne l'équivalent de 14,3 % du PIB national pour assainir leurs systèmes financiers. Certaines crises ont même été beaucoup plus coûteuses. Pendant les crises du début des années 1980 en Argentine et en Chili, les Etats ont dû dépenser l'équivalent de 40 à 55 % du PIB national. De même en Asie où la crise a coûté aux trois pays les plus touchés de la région entre 20 et 55 % du PIB national. Honohan et Klingebiel (2000) expliquent que l'intervention de l'Etat pour renflouer l'économie peut se faire soit avant le déclenchement de la crise dans un souci de prévention, soit après le déclenchement de la crise pour sauver l'économie. Lors de ces deux phases, l'intervention de l'Etat peut être conciliante ou stricte. Selon les auteurs, un facteur déterminant conditionne le mode d'intervention de l'Etat, à savoir le coût des mesures prises, qu'elles soient conciliantes

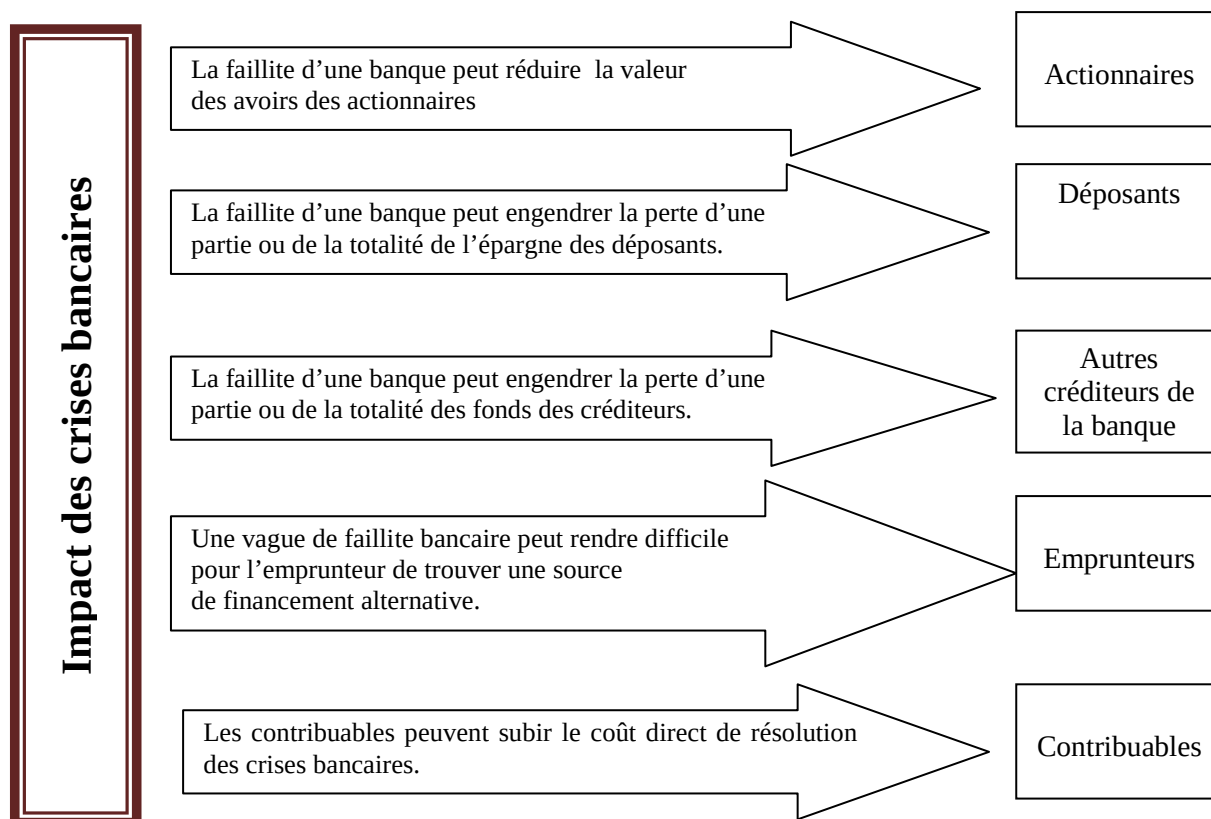
ou restrictives. Les auteurs avancent que des mesures conciliantes peuvent être une source d'apparition de problèmes d'aléa moral de la part des banques qui peuvent aggraver les coûts de sortie des crises bancaires. D'un autre côté, l'adoption d'une politique d'intervention stricte peut aussi être coûteuse. Une telle intervention peut s'accompagner d'une perte de confiance, d'une défaillance du système de paiement et d'une contraction de l'offre de crédit, qui peuvent à leur tour déclencher une récession et augmenter ainsi le coût économique des crises. De même, une intervention stricte de l'État peut aggraver les problèmes de solvabilité des banques et augmenter davantage les coûts d'une telle politique.

Detragaiache et Ho (2010) expliquent que *« l'une des conséquences les plus importantes des crises bancaires c'est leurs effets sur les finances publiques. En effet, dans l'objectif de renflouer le secteur bancaire, les autorités déploient des ressources financières afin de garantir les engagements bancaires, de couvrir les pertes avec de nouveaux capitaux et d'offrir d'autres formes d'assistance »*. A l'instar de Honohan et Klingebiel (2000), les auteurs classifient les mesures d'intervention de l'État en deux catégories : les politiques d'intervention qui impliquent un engagement de fonds publics et les politiques qui n'en nécessitent pas. Detragaiache et Ho (2010) mènent par la suite une étude empirique pour voir si les politiques de sauvetage des banques qui engagent davantage de ressources financières (des garanties globales, la recapitalisation des banques avec des fonds publics, la nationalisation des banques ou des sociétés de gestion d'actifs) aboutissent à une meilleure performance économique après une crise. Ici, l'idée est de savoir s'il existe un *trade-off* entre l'objectif d'abaisser les coûts économiques d'une crise bancaire et celui de préserver le budget de l'Etat. Les auteurs trouvent qu'une politique qui consiste à engager davantage de fonds budgétaires pour sortir de la crise et baisser les éventuels coûts de cette dernière n'est pas efficace et conduit à une performance post-crise plus faible, retardant ainsi la reprise économique.

Hoggarth *et al.* (2002) évaluent les pertes subies par les pays pendant les périodes de crises bancaires en étudiant les coûts directs de résolution de crises subis par l'Etat, mais aussi les pertes en termes de bien-être, mesurées à travers la perte de production. Selon les auteurs, les coûts des crises bancaires peuvent affecter plusieurs parties de l'économie : les actionnaires, les déposants, les crédateurs de la banque, les emprunteurs et les contribuables (figure 2-4). Ce constat fait par Hoggarth et al. (2002) rejoint l'idée défendue par Schwierz (2004) qui trouvent qu'évaluer le coût des crises bancaires par les dépenses de fonds public (coûts budgétaires) est insuffisant et qu'il est aussi important d'intégrer la notion du coût

économique mesuré par la perte de production. En effet, cette perte subie pendant les périodes de crise s'élève en moyenne à hauteur de 15 à 20% du PIB annuel.

Figure 2-4 Impact des crises bancaires sur des secteurs particuliers de l'économie



Source : Hoggarth et al. (2002)

Laeven et Valencia (2012) ont construit une base de données leur permettant d'analyser les coûts subis par les économies suite au déclenchement des crises bancaires. Les auteurs mènent une étude sur la période allant de 1970 à 2011. Ils présentent des mesures quantitatives des conséquences et des coûts de l'intervention publique suite au déclenchement des crises bancaires. Ils distinguent de ce fait : la *perte de production*, l'*augmentation de la dette publique*, le *montant le plus élevé des crédits non performants (CNP)* rapporté au total du crédit durant la crise, le *montant le plus élevé de la liquidité* défini par le montant de créance de la banque centrale détenu sur des institutions financières, le *soutien de liquidité* qui représente la différence entre le montant le plus élevé de la liquidité et les créances de la banque centrale une année avant le déclenchement de la crise (cette différence représente l'apport de liquidité au système financier en temps de crise), l'*expansion monétaire* qui représente la variation de la base monétaire entre son niveau le plus élevé (pendant la crise) et

son niveau une année avant et enfin *le coût budgétaire* rapporté successivement au PIB et aux avoirs du système financier.

Tableau 2-2 Conséquences des crises bancaires entre 1970 et 2011

PAYS	Perte de Production	Augmentation de la dette	Expansion monétaire	Coût budgétaire	Coût budgétaire	Durée	Pic de liquidité	Support de liquidité	Pic du CNP
	MEDIANE								
	% du PIB				% actifs du système financier	en année	% des dépôts et des engagements étrangers		% total crédits
Tous	23	12,1	1,7	6,8	12,7	2	20,1	9,6	25
Avancés	32,9	21,4	8,3	3,8	2,1	3	11,5	5,7	4
Émergents	26	9,1	1,3	10	21,4	2	22,3	11,1	0
PED	1,6	10,9	1,2	10	18,3	1	22	12,3	37,5

Source : Laeven et Valencia (2012)

Les données (tableau 2.2) rapportées par Laeven et Valencia (2012) montrent que la perte de production et l'augmentation de la dette publique sont plus importantes dans les pays avancés et émergents, ce qui rejoint les résultats trouvés par Hoggarth *et al.*(2002).

En revanche, les coûts budgétaires, qu'ils soient rapportés au PIB ou aux actifs du système financier (afin de tenir compte de la taille de ce dernier), sont plus importants dans les pays émergents et en développement. L'expansion monétaire a tendance à être plus importante dans les pays avancés. Les auteurs expliquent ce résultat par le fait que les pays émergents et en développement, face à des sorties de capitaux et une dépréciation de leurs monnaies, réagissent par un resserrement de la politique monétaire.

A l'instar de Claessens *et al.* (2012), les auteurs expliquent la longue durée des crises dans les pays avancés (contrairement aux autres pays) par l'utilisation des politiques macroéconomiques comme un moyen permettant d'éviter une forte contraction de l'activité économique. Toutefois, cela peut retarder une restructuration plus active des banques permettant à ces dernières de se rétablir plus rapidement et de reprendre le financement de l'économie. Ceci aurait tendance à prolonger la période de crise et à freiner la croissance sur un plus long terme.

Ainsi, de par leurs coûts élevés, les crises bancaires sont très néfastes pour la stabilité des économies, qu'il s'agisse d'un pays développé ou en développement. Les pays doivent, le cas échéant, choisir le meilleur mode d'intervention qui leur permettra de minimiser les coûts

de prévention et de sortie des crises bancaires et ce dans le but d'agir sur les coûts économiques et budgétaires et sortir de la crise avec le minimum de perte de production et de dépenses publiques.

Section 4 : Étude empirique de la relation entre la globalisation financière et les crises bancaires : rôle du cadre institutionnel

4.1. Revue de la littérature

La relation entre la libéralisation du compte de capital et les crises bancaires a donné lieu à une riche littérature empirique. Kaminsky et Reinhart (1999) étudient la relation entre les crises bancaires et la libéralisation financière. Ils mènent une étude sur 26 cas de crises bancaires qui ont eu lieu en Asie, en Amérique Latine, en Europe et au Moyen-Orient, en utilisant un modèle Probit en panel. Ils trouvent que dans 18 cas des 26 étudiés, les secteurs financiers ont été libéralisés au cours des cinq années qui ont précédé le déclenchement desdites crises. Dans les années 1980 et 1990, la majorité des épisodes de libéralisation ont été associées à des crises financières avec des niveaux de gravité variables. Dans ce travail, les auteurs présentent donc la preuve que la probabilité d'une crise bancaire dépend de la libéralisation financière ayant eu lieu quelques années auparavant.

De même, Demirguç-Kunt et Detragiache (1998b) mènent une étude sur les crises bancaires dans les pays développés et en développement avec un échantillon de 53 pays durant la période allant de 1980 à 1995. Pour ce faire, les auteurs utilisent un modèle Logit multivarié en panel. Ils trouvent un effet négatif de la libéralisation financière sur la stabilité du secteur bancaire. Cet impact de la libéralisation financière sur la fragilité du secteur bancaire est plus faible lorsque l'environnement institutionnel est solide. Ainsi, un respect des règles de loi, un faible niveau de corruption et une bonne exécution des contrats sont, en particulier, des caractéristiques institutionnelles pertinentes. Les résultats de ces auteurs confortent donc l'idée que la libéralisation financière devrait être abordée avec prudence lorsqu'il existe des failles au niveau des institutions. Pallier à ces failles devrait assurer l'exécution des lois, l'application de la réglementation prudentielle et la supervision des règles régissant le secteur bancaire, même si le cadre macroéconomique du pays en question est stable.

Furceri *et al.*(2011) étudient la relation entre les entrées des capitaux internationaux et la probabilité de déclenchement des crises bancaires. Pour ce faire, les auteurs appliquent un modèle de régression logistique en données de panel sur un échantillon de 112 pays développés et émergents entre 1970 et 2007. Ils trouvent qu'un épisode d'afflux de capitaux internationaux augmente considérablement la probabilité des crises bancaires dans les deux années qui suivent. Ils montrent aussi que la probabilité de déclenchement des crises est plus importante si les entrées de capitaux sont composées principalement de flux de dettes.

Ce résultat rejoint celui trouvé par Reinhart et Reinhart (2008). Ces derniers trouvent qu'entre 1967 et 2006, la probabilité des crises bancaires conditionnelles à un afflux important des capitaux vers les pays à faible revenu est plus élevée que la probabilité non conditionnelle. A travers un modèle Logit en panel appliqué sur un échantillon de 149 pays entre 1973 et 2008, Caballero (2012) trouve le même résultat. L'auteur explique qu'un afflux important (*bonanza*) des capitaux a un effet positif sur la probabilité de crises bancaires. Cet effet dépend de la composition des capitaux qui affluent vers les pays touchés par la crise. De même, il trouve que l'apparition simultanée de boom de crédit et d'afflux important de capitaux dans les pays en développement augmente davantage la probabilité des crises bancaires. Joyce et Nabar (2009) étudient l'impact de l'ouverture financière et le retrait des capitaux (*sudden stop*) sur l'investissement domestique dans 26 pays émergents sur la période 1976-2002, et ce en utilisant l'estimateur GMM. Les auteurs trouvent que le *sudden stop* en lui-même n'a pas d'effet sur la baisse de l'investissement domestique s'il n'est pas accompagné de crises bancaires systémiques. D'un autre côté, les crises bancaires systémiques ont un effet négatif sur l'investissement domestique même en absence de *sudden stop*. Enfin, les auteurs concluent que l'effet d'une crise bancaire sur l'investissement domestique est plus important si elle est précédée par un *sudden stop*. Ils expliquent que la composante principale des fuites de capitaux associées aux *sudden stop* est le retournement des flux de capitaux à court terme, intermédié par le secteur bancaire. L'effet du *sudden stop* sur la baisse de l'investissement domestique passe donc par le canal de la crise bancaire.

Ainsi, les résultats trouvés dans la littérature empirique expliquent l'effet négatif que peut avoir la libéralisation du compte de capital sur la stabilité du secteur bancaire et le déclenchement des crises. Cet effet est conditionné par un certain nombre de facteurs. Parmi ces facteurs, nous axons notre étude empirique sur le niveau de développement institutionnel, la nature des flux de capitaux échangés, leur caractère bidirectionnel (avoirs *versus*

engagements étrangers) ainsi que leurs rôles dans l'explication du déclenchement des crises bancaires dans les pays en développement suite à l'ouverture des marchés financiers.

4.2. Aspects méthodologiques et présentation des données

Dans le cadre de cette étude empirique, nous examinons la relation entre la libéralisation financière et les crises bancaires dans les pays en développement. Pour ce faire, nous utilisons des mesures de stocks de capitaux étrangers en faisant la distinction entre les avoirs à l'étranger et les engagements envers l'étranger d'un côté et entre les différentes natures des capitaux échangés d'un autre côté.

En désagrégeant de la sorte notre mesure de libéralisation financière, l'idée ici est d'identifier l'origine d'un éventuel effet négatif des mouvements de capitaux internationaux sur la stabilité du secteur bancaire dans les pays en développement.

Dans cette étude, nous testons les hypothèses de recherche suivantes:

Hypothèse 1 : *la probabilité qu'une crise bancaire systémique survienne augmente avec la libéralisation financière internationale.*

Hypothèse 2 : *la probabilité qu'une crise bancaire systémique survienne dépend de la « direction » des flux de capitaux internationaux.*

Hypothèse 3 : *la relation entre la globalisation financière et les crises bancaires dépend de la nature des flux de capitaux échangés.*

Hypothèse 4 : *Le développement du cadre institutionnel est un prérequis permettant de remédier aux problèmes de crises bancaires suite à la libéralisation financière.*

Afin de tester ces hypothèses, nous utilisons un modèle *Logit* multivarié en donnée de panel avec une variable binaire $CB_{i,t}^{crise}$ considérée comme variable endogène dépendant de la réalisation d'une variable latente non observée $y_{i,t}^*$.

$$CB_{i,t} = \begin{cases} 1 & \text{si } y_{i,t}^* > 0 \\ 0 & \text{sinon} \end{cases}$$

Avec $y_{i,t}^*$ une variable latente qui dépend linéairement d'un certain nombre de variables explicatives.

$$y_{i,t}^* = \beta_1 + \beta_1 LF_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Avec $\varepsilon_{i,t} = \mu_i + \vartheta_{i,t}$

Où

CB_{i,t} : Variable qui est égale à 1 si le pays i a connu une crise bancaire systémique au cours de l'année t et 0 sinon.

X_{i,t} : Vecteur de variables de contrôle couramment utilisées dans la littérature empirique traitant de la problématique des crises bancaires. Il comprend des variables macroéconomiques et institutionnelles.

LF_{i,t} : Variables de mesure de la libéralisation financière « de facto ».

μ_i : Effet spécifique individuel.

ϑ_{i,t} : Terme d'erreur.

La probabilité d'une crise bancaire à la période t s'écrit comme suit:

$$Prob(CB_{i,t}^{crise} = 1 | X_{i,t}) = \frac{e^{\beta X_{i,t}}}{1 + e^{\beta X_{i,t}}}$$

Pour expliquer le rôle du cadre institutionnel dans la relation entre libéralisation financière et crise bancaire, nous allons inclure un terme d'interaction entre libéralisation financière et chacune des variables institutionnelles utilisées, soit (**LF_{i,t} × inst_{i,t}**) .

Afin d'apporter une réponse aux hypothèses avancées ci-dessus, le présent travail empirique est mené en plusieurs étapes. Nous commençons par une étude de l'effet de la libéralisation des mouvements de capitaux internationaux sur la probabilité de déclenchement des crises bancaires dans les PED. Cette partie consiste en une étude détaillée des différentes composantes de la libéralisation financière en termes de direction prise par les flux de capitaux, à savoir les entrées de capitaux étrangers (engagements envers l'étranger) et les sorties des capitaux domestiques (avoirs à l'étranger). Par la suite, chacune de ces deux dernières mesures sera désagrégée par nature de flux de capitaux.

Nous passons ensuite à une deuxième étape de ce travail, et nous axons notre étude sur le rôle modérateur que peut avoir le développement institutionnel sur le risque d'instabilité bancaire issue des mouvements de capitaux internationaux. Pour ce faire, nous commençons d'abord par étudier l'effet direct du développement institutionnel sur la stabilité des secteurs bancaires des PED. En introduisant des termes d'interactions, nous testons par la suite l'effet

indirect que peut avoir le développement institutionnel sur la stabilité des secteurs bancaires en modérant l'éventuel effet négatif de la libéralisation financière.

Nous présentons ci-dessous les variables utilisées dans le cadre de cette étude empirique.

4.2.1. Les variables de mesures de la libéralisation financière externe

L'intégration financière internationale est un processus complexe qui peut être défini et quantifié par différentes mesures : *de jure* ou *de facto*. Bien que ces deux mesures de l'intégration financière soient liées, elles expriment deux aspects distincts.

La mesure *de jure* reflète l'existence de restrictions aux mouvements de capitaux, tandis que la mesure de l'ouverture financière *de facto* mesure l'intégration financière sous la forme des mouvements de capitaux réalisés.

La mesure *de jure* est une mesure qualitative de la libéralisation financière fondée sur les restrictions officielles des mouvements de capitaux, communiquées au FMI par les autorités nationales. Cette mesure prend la forme soit d'une variable dichotomique indiquant l'existence ou l'absence de restrictions au niveau de la libre circulation des capitaux, soit d'un indice pondéré.

Dans cette partie empirique, nous utilisons les mêmes mesures de libéralisation financière que celles utilisées dans le premier chapitre, à savoir : une mesure *de jure* de la libéralisation financière construite par Chinn et Ito (2008), notée KAOPEN, et des mesures de libéralisation financière *de facto* extraites de la base de données construite par Lane et Milesi-Ferretti (2007). À partir de cette base de données et à l'instar de l'étude empirique menée au premier chapitre, nous calculons la mesure globale de la libéralisation financière égale à la somme des avoirs et des engagements étrangers rapportés au PIB, notée **LF**. Il est à noter que ces deux indicateurs de libéralisation financière peuvent ne pas indiquer le même degré d'ouverture sur une période donnée. En effet, un pays peut être *de facto* tout à fait ouvert aux flux financiers mondiaux alors qu'officiellement on enregistre des restrictions aux opérations du compte de capital. À l'inverse, un pays qui n'oppose officiellement que peu de restrictions aux opérations du compte de capital n'enregistre pas de flux de capitaux significatifs. Afin d'évaluer séparément l'effet sur la probabilité des crises bancaires, des entrées de capitaux étrangers (engagements envers l'étranger) et celui des sorties de capitaux domestiques (avoirs à l'étranger), nous désagrégeons notre mesure de libéralisation financière en avoirs à l'étranger rapportée au PIB (notée **AVR**) et en engagements envers l'étranger rapportés au

PIB (notée **ENG**). Enfin, pour distinguer les stocks de capitaux par nature, nous désagrégeons les deux dernières mesures en IDE, en investissements de portefeuille et en dettes notées respectivement IDE (ENG), IDE (AVR), DETTE(ENG), DETTE(AVR), IPL(ENG) et IPL(AVR). Les différentes mesures de libéralisation financière utilisées sont rapportées au PIB.

4.2.2. Les variables de mesure de la crise bancaire

Les crises systémiques sont identifiées par une cascade d'évènements identiques au niveau des institutions bancaires, ce qui suppose que la vague de crises affecte une grande partie du secteur bancaire ou certaines banques détenant la majeure partie des actifs. Dans le cas des crises non systémiques, ces problèmes ne concernent que quelques banques de petite ou de moyenne taille.

Selon Caprio et Klingebiel (2003), une crise est systémique s'il y a érosion d'une proportion importante du capital d'une banque et non systémique si les pertes sont moins graves. Par exemple, la crise de 1991 en Suède a été systémique, car il s'agissait d'insolvabilité ou d'importantes difficultés à hauteur de 90 % du système bancaire. Les défaillances isolées de trois banques du Royaume-Uni entre les années quatre-vingt et les années quatre-vingt-dix, ainsi que les problèmes de solvabilité du Crédit Lyonnais en France en 1994-95 sont plutôt considérées comme des crises non systémiques. La base construite par Caprio et Klingebiel (2003) sur la période 1970- 2002 porte sur 117 épisodes de crises bancaires systémiques dans 93 pays et 51 épisodes de crises bancaires non systémiques dans 45 pays.

Laeven et Valencia(2008)ont construit une base de données qui porte sur la date de début des crises bancaires systémiques entre 1970 et 2007. Les auteurs définissent les crises bancaires systémiques comme les périodes durant lesquelles un grand nombre d'entreprises et d'institutions financières font défaut en même temps. Ces dernières ne peuvent pas honorer leurs engagements envers les banques. Ainsi, le niveau des crédits non performants augmente.

Dans ce travail, nous utilisons la variable binaire de la crise bancaire extraite de la base de données construite par Laeven et Valencia(2008) et actualisée en 2012 pour couvrir la période allant de 1970 à 2011. La variable de mesure de la crise, notée **CB**, est égale à 1 si un pays i a vécu une crise pendant l'année t et 0 sinon.

4.2.3. *Les variables de mesure du cadre institutionnel :*

Dans une étude traitant du rôle du cadre institutionnel dans la relation entre la libéralisation financière et les crises bancaires, Ben Gamra et Philon (2007) ont distingué quatre compartiments du cadre institutionnel : l'environnement *réglementaire, public, juridique et politique*. Il a été démontré dans cette recherche que ces quatre dimensions agissent sur la relation entre la libéralisation financière et la probabilité de déclenchement de crises bancaires. Nous utilisons dans cette partie empirique les variables institutionnelles calculées par l'ICRG¹² et définies dans le premier chapitre.

Pour des raisons de disponibilité de données dans notre échantillon de pays et sur la période d'étude nous retenons comme variables :

Un indice global de développement institutionnel noté **Stab.Inst**, une mesure du risque politique notée **Risk.Pol**, une mesure du risque économique notée **Risk.Eco**, et une mesure du risque financier notée **Risk.Fin**. Nous testons aussi l'effet de certains aspects du risque politique à savoir : la stabilité du gouvernement notée **Stab.Gov**, Lois et ordre notée **LAO** et la responsabilité politique notée **Dem.Account**. Une augmentation de la valeur de ces variables indique une meilleure maîtrise du risque et un bon niveau de développement institutionnel.

Le risque politique est un indice composé de différentes sous-catégories de risque: stabilité du gouvernement, conditions socioéconomiques, profil d'investissement, conflits internes et externes, corruption, lois et ordre, tensions religieuses, tensions ethniques, responsabilité démocratique et qualité de la bureaucratie. L'indice de risque politique mesure la probabilité d'un événement politique intérieur indésirable pouvant menacer les droits de propriété des déposants des banques, mais aussi encourager la fuite des capitaux domestiques vers le reste du monde. Une attention particulière a été accordée au risque politique comme l'un des facteurs pouvant affecter la stabilité du secteur financier et bancaire. L'instabilité du gouvernement et la mauvaise application des lois et des réglementations impacte la décision des investisseurs internationaux et des multinationales. Ainsi, un faible risque politique et un bon cadre institutionnel ont tendance à attirer des capitaux de bonne qualité telle que les IDE. Bon nombre d'auteurs ont appuyé cette théorie. On peut citer à titre d'exemple Perotti et Volpin (2004) qui trouvent que la responsabilité politique est fortement corrélée à la

¹² ICRG : International Country Risk Guide

protection des investisseurs. De même, Alfaro, Kalemli-Ozcan et Volosovych (2008), Busse et Hefeker (2007), Daude et Stein (2007) et Das *et al.* (2010) qui trouvent que la stabilité du gouvernement et une bonne application des lois et de l'ordre sont de nature à encourager la décision d'investissement des multinationales, augmentant ainsi le niveau des IDE.

Quant au risque économique, une gestion efficace du risque et de l'incertitude économique engendre des engagements à plus long terme de la part des investisseurs domestiques et étrangers. Cet indice est composé du niveau du PIB, du niveau de la croissance, de l'inflation, de l'équilibre budgétaire et du compte courant. Le risque financier mesure principalement la capacité d'un pays à honorer ses dettes (commerciales, officielles, etc.). L'indice est composé de la dette extérieure en pourcentage du PIB, du service de la dette extérieure en pourcentage des exportations de biens et de services, le compte courant en pourcentage des exportations de biens et services et de la stabilité du taux de change.

Il est à noter que, l'ICRG qualifie un pays de très risqué si son indice de développement est entre 0 et 49,9 ; de risqué si son indice global est entre 50 et 59,9, de modérément risqué si l'indice est entre 60 et 69,9.

Nous remarquons dans le Tableau 2.3 que le niveau moyen de l'indice de développement institutionnel de notre échantillon de PED se situe dans le deuxième intervalle de risque (entre 50 et 59,9) : il s'agit donc de pays risqués.

Tableau 2-3 ICRG: Statistiques Descriptives

Variables	Moyenne	Min	Min (PED)	Max	Max (PED)
Dev.Inst	58.93802	0	13.5	100	82.46667
Pol.Risk.	57.36963	0	10	100	81.83334
Fin.Risk	29.99988	0	6.333333	50	48.66667
Eco.Risk.	30.415	0	1.5	50	45.16667
Gov.Stab	7.259712	0	1	12	12
LAO	2.988	0	0	12	6
Dem.Acco	3.33217	0	0	6	6

4.2.4. Définition des variables de contrôle :

Parmi les variables de contrôle standards de la relation entre libéralisation financière et crises bancaires retenus par les études antérieures, nous avons extrait de la base WDI les variables suivantes :

- *PIB par tête* (PIB/tête) : Cette variable mesure le niveau de développement d'un pays. Le signe attendu est donc négatif. En effet, un pays ayant procédé à la libéralisation de son secteur financier alors qu'il a un faible niveau de développement, est plus exposé au risque de subir une crise bancaire.
- *Croissance économique* (Croissance) : La croissance économique est mesurée par la croissance du PIB. Plusieurs travaux soutiennent qu'une crise bancaire est souvent précédée par une contraction de la croissance du PIB. Donc, on s'attend à ce qu'un niveau élevé de la croissance du PIB soit négativement lié à la probabilité d'une crise bancaire.
- *Régime de change* (EXCH) : Cette variable mesure la flexibilité du régime de change. Le régime de change est classé du plus fixe au plus flexible sur un intervalle allant de 1 à 15.
- *Taux d'intérêt réel* (RIR) : La hausse du taux d'intérêt réel a tendance à augmenter la probabilité de crises bancaires. En effet, une augmentation inattendue du taux d'intérêt aura pour effet une augmentation du poids de la dette des firmes, d'où un problème de liquidité. Ceci entraînera une détérioration du bilan des banques commerciales menant à leur faillite, déclenchant ainsi une crise bancaire.
- *Inflation* (Inflation) : Un niveau d'inflation élevé reflète aussi une mauvaise gestion macroéconomique au sein du pays. De plus, l'inflation diminue le rendement réel des actifs et décourage l'épargne tout en augmentant le niveau d'endettement.
- *Crédit au secteur privé par rapport au PIB* (CSP) : Une augmentation des crédits au secteur privé reflète une amélioration du niveau de développement des banques et une facilité d'accès aux crédits, Beck *et al.* (2000). Néanmoins, cette variable peut aussi mesurer le boom de crédits. Dans ce cas, une augmentation excessive des crédits au secteur privé, dans une période d'instabilité financière, peut représenter un risque pouvant alors mener à une probabilité plus forte de crises bancaires.
- *Ouverture commerciale* (Ouv.Com) : C'est une mesure de la somme des importations et des exportations rapportée au PIB. L'effet de l'ouverture commerciale sur les crises bancaires reste à ce jour ambigu. D'un côté, un pays fortement intégré dans les marchés internationaux est plus exposé aux chocs externes. D'un autre côté, si les recettes de l'exportation sont

élevées, le pays peut faire face au «*sudden stop* » et au retrait des flux de capitaux internationaux, Furceri *et al.* (2011).

- M2/réserves internationales (M2/RSRV) : Ce ratio mesure la capacité d'une banque centrale à faire face à une baisse des réserves internationales suite à une panique bancaire. Une valeur élevée de ce ratio devrait augmenter la probabilité de déclenchement des crises bancaires.
- Kaopen : Mesure de la libéralisation financière *dejure* donc de l'abolition des restrictions au sein du secteur financier et non du mouvement effectif des capitaux.

4.3.Présentation des résultats

La présente étude porte sur 60 pays en développement durant la période allant de 1984 à 2010. Le choix de la période d'étude est conditionné par la disponibilité des données. Nous avons deux principaux modèles à analyser : le premier modèle traite le rôle des capitaux internationaux échangés dans l'explication de la relation entre les crises bancaires et la libéralisation financière, en faisant la distinction entre les avoirs et les engagements étrangers d'une part et la nature des capitaux d'autre part. Nous étudions par la suite, dans un deuxième modèle, le rôle modérateur que peut jouer le développement institutionnel dans la stabilité du secteur bancaire suite à l'ouverture financière. La mesure de la libéralisation financière internationale *defacto* repose sur les stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs

➤ Globalisation financière et crises bancaires : mesure *dejure* versus mesure *defacto*

Nous débutons notre étude empirique (Tableau 2.6; 2.7 et 2.8) par une analyse de l'effet de la libéralisation des capitaux internationaux sur la probabilité de déclenchement des crises bancaires dans les pays en développement (PED). Pour ce faire, nous intégrons, successivement, les différentes mesures de libéralisation financière en plus des variables de contrôle couramment utilisées dans la littérature.

Nous commençons par une mesure *dejure* de la libéralisation financière nommé « kaopen ». la variable est négative et significative à 5 %. On en conclut donc qu'une abolition des restrictions réglementaires sur les marchés financiers a tendance à diminuer la probabilité des crises bancaires dans les PED. La stabilité des secteurs bancaires dans les PED n'est pas compromise par une libéralisation *dejure* des marchés. Cette dernière consiste en un changement du cadre légal, des règles et des lois qui dirigent le système financier. Il s'agit

également du passage d'une politique de répression à une politique de libéralisation sur le plan légal. Ceci peut être anticipé par des réformes au sein du secteur bancaire visant à préparer ce dernier à une intégration au sein du système financier international. De telles réformes peuvent contribuer à la stabilité du secteur bancaire domestique.

Dans la régression (2), nous intégrons une mesure globale de la libéralisation financière *defacto* notée LF retardée d'un an (régression 2-A) puis de 2 ans (régression 2-B). Nous trouvons que la libéralisation financière en [t-2] augmente la probabilité des crises bancaires à la date t. La variable est positive et significative à 10 % (en t-1 la variable est positive est non significative). La libéralisation financière, mesurée par la somme des stocks des avoirs étrangers et des engagements envers l'étranger rapportés au PIB agit donc négativement sur la stabilité bancaire et augmenterait la probabilité de déclenchement des crises dans le PED.

On en conclut donc que, ce n'est pas l'abolition des restrictions qui augmente le risque de crises bancaires dans les secteurs bancaires des pays en développement mais plutôt le mouvement effectif des capitaux internationaux qui en est la cause (Ceci rejoint les résultats trouvés dans le premier chapitre).

Ces effets contradictoires de la libéralisation financière *defacto* et *dejure* sur la probabilité de déclenchement de crises bancaires peuvent expliquer les résultats ambigus des précédents travaux de recherche. Une explication de cette différence entre les mesures *defacto* et *dejure* a été présentée par Prasad *et al.* (2003). Les auteurs trouvent que beaucoup d'études utilisent une mesure de l'étendue des restrictions administratives sur les mouvements de capitaux. Selon Prasad *et al.* (2003), « de nombreux pays d'Amérique latine devraient être considérés comme fermés aux flux financiers. Cependant le volume de capital qui traverse effectivement les frontières de ces pays est important par rapport au volume moyen des flux qui traversent l'ensemble des pays en développement. Ces pays sont donc *defacto* tout à fait ouverts aux flux financiers mondiaux. En revanche certains pays d'Afrique n'opposent officiellement que peu de restrictions aux opérations du compte de capital mais n'enregistrent pas de flux de capitaux significatifs ». Ainsi, le risque de déclenchement d'une crise bancaire suite à la libéralisation financière n'émane pas de l'abolition des restrictions administratives en soi, mais plutôt des mouvements effectifs des capitaux entre les pays. On ne peut donc comparer des résultats de travaux empiriques utilisant des mesures *dejure* et *defacto*. Les risques qui émanent des deux scénarios sont différents.

Quant aux variables de contrôle, nos résultats sont conformes à la littérature. En effet, on trouve que la croissance économique est négative et significative à 1 %. En revanche, une augmentation du niveau d'inflation, des crédits domestiques accordés au secteur privé (CSP) et de la flexibilité du régime de change augmente la probabilité des crises bancaires avec des coefficients positifs et significatifs à 10 %, 1% et 5% successivement. On trouve par contre l'ouverture commerciale est négative et significative à 5%.

Nous introduisons par la suite, conjointement les deux mesures de la globalisation financière : *dejure* et *defacto* (régression 3 A-B). On retrouve les mêmes résultats.

Dans les équations 4-A(B) et 5-A(B), nous introduisons respectivement les mesures des avoirs à l'étranger et des engagements envers l'étranger. Pris séparément, l'effet des entrées de capitaux étrangers (engagements envers l'étranger) et l'effet des sorties des capitaux domestiques (avoirs à l'étranger) rapportés au PIB sont positifs et significatifs à 10 % et 5% successivement (t-2).

Le mouvement effectif des capitaux internationaux peut être à l'origine des crises bancaires dans les PED. Un tel risque émane aussi bien de la sortie des capitaux domestiques vers le reste du monde (les avoirs à l'étranger) que des entrées des capitaux étrangers dans le pays hôte.

➤ **Composition des flux de capitaux et crise bancaire :**

Nous passons à l'étude de l'effet de la composition des avoirs et des engagements étrangers sur la probabilité de déclenchement des crises bancaires. Les six régressions qui vont suivre porteront sur les différents types de capitaux internationaux. On distingue les IDE [régression 6 (avoirs à l'étrangers) et 7 (engagements envers l'étrangers)], les dettes [régression 8 (avoirs à l'étrangers) et 9 (engagements étrangers)] et les investissements de portefeuille [régression 10 (avoirs à l'étrangers) et 11 (engagements étrangers)] rapportés au PIB et retardés successivement d'un an (régression A) et de deux ans (régression B).

Les résultats trouvés montrent que les avoirs à l'étranger sous forme d'IDE n'ont aucun effet sur la probabilité de crises bancaires dans les PED. Nous trouvons par contre, que les entrées d'IDE permettent de baisser la probabilité de crises bancaires dans les pays hôtes. Notre variable est négative et significative à 1% en t-1 et t-2. En effet, les détenteurs des IDE dans un pays étranger acceptent le risque que leurs profits vont dépendre de la condition économique du pays hôte. De ce fait, le risque du retrait de ces capitaux est faible. Notons

aussi que les entreprises financées par des investisseurs étrangers sont susceptibles de recevoir un financement de la maison mère, dans le cas où les fonds domestiques ne sont pas disponibles. Ces entreprises sont alors peu vulnérables à la contraction de l'économie du pays hôte. Ceci fait des engagements étrangers en IDE une source de financement stable pouvant baisser le risque d'instabilité et de crise au sein du secteur bancaire.

Quant aux stocks de dettes, ils sont positifs et significatifs aussi bien en termes d'avoir que d'engagements étrangers. En effet, nous trouvons que l'endettement extérieur (entrée de dette étrangère) en (t-1) et en (t-2) augmente significativement la probabilité de crises bancaires à 1 % et 10% successivement. Il en est de même pour les avoirs à l'étranger sous forme de dettes. Ces derniers sont positifs et significatif à 1 % en (t-1) et (t-2).

Enfin, les investissements de portefeuille (IPL) en termes d'avoirs et d'engagements étrangers n'ont pas d'effet significatif sur l'instabilité du secteur bancaire vu leur faible volume.

L'accumulation de stock de dettes étrangères et l'accord de dettes à l'étranger représentent un risque pour la stabilité des secteurs bancaires dans les PED. Ceci s'explique par la nature volatile de ce type de capitaux. En effet, les dettes sont sujettes au retournement en cas de choc subi par le pays hôte (engagements envers l'étranger), mais exposent aussi le pays d'origine à un risque de défaut de paiement (avoirs à l'étranger).

Ainsi, les résultats des estimations (Tableau 2.6; 2.7 et 2.8) nous permettent de conclure que la libéralisation financière dans les pays en développement affecte négativement la stabilité des secteurs bancaires, menant ainsi au déclenchement de crises bancaires. Un tel risque est issu aussi bien des engagements envers l'étranger que des avoirs à l'étranger. Toutefois, l'origine d'un tel risque s'explique principalement par l'accumulation de stock de dettes en termes d'engagements et d'avoirs étrangers.

Les stocks d'IDE, de par leur nature stable, peu sujette au retournement et leurs longues maturités ne sont pas à l'origine de crise bancaire. Au contraire, ce type de capitaux internationaux s'avère même susceptible d'assurer la stabilité des secteurs bancaires dans les PED et de diminuer leur exposition aux risques de crises. Ces résultats sont plus robustes (coefficient significatif et pseudo R² plus élevé) dans le cas où les variables de mesure du mouvement de capitaux internationaux sont retardés de deux ans avant l'occurrence de la crise bancaire.

Tableau 2-4 Libéralisation financière et crises bancaires

VARIABLES	CB	CB	CB	CB	CB	CB	CB	CB	CB
	1	2-A	2-B	3-A	3-B	4-A	4-B	5-A	5-B
Croissance	-0.0682*** (0.0214)	-0.0667*** (0.0194)	-0.0714*** (0.0197)	-0.0654*** (0.0211)	-0.0693*** (0.0208)	-0.0657*** (0.0210)	-0.0695*** (0.0207)	-0.0672*** (0.0216)	-0.0671*** (0.0216)
PIB/tête	-4.87e-05 (0.000126)	-9.36e-05 (0.000110)	-0.000112 (0.000116)	-4.92e-05 (0.000125)	-5.41e-05 (0.000128)	-3.88e-05 (0.000125)	-3.49e-05 (0.000127)	-6.69e-05 (0.000131)	-0.000115 (0.000135)
Inflation	0.000542* (0.000279)	0.000617** (0.000276)	0.000455* (0.000238)	0.000498* (0.000269)	0.000395* (0.000232)	0.000495* (0.000268)	0.000397* (0.000232)	0.000543* (0.000281)	0.000535* (0.000283)
CSP	0.0359*** (0.00841)	0.0279*** (0.00753)	0.0308*** (0.00785)	0.0361*** (0.00841)	0.0379*** (0.00861)	0.0360*** (0.00837)	0.0371*** (0.00846)	0.0359*** (0.00847)	0.0381*** (0.00888)
RIR	0.00344 (0.00556)	0.00321 (0.00513)	0.00274 (0.00534)	0.00389 (0.00555)	0.00465 (0.00554)	0.00394 (0.00555)	0.00461 (0.00554)	0.00342 (0.00556)	0.00346 (0.00559)
EXCH.	0.0856** (0.0385)	0.0820** (0.0353)	0.0925** (0.0362)	0.0826** (0.0386)	0.0867** (0.0389)	0.0821** (0.0386)	0.0845** (0.0388)	0.0862** (0.0385)	0.0939** (0.0389)
M2/RSRV	0.0121* (0.00720)	0.0125* (0.00658)	0.00931 (0.00677)	0.0107 (0.00717)	0.00853 (0.00707)	0.0106 (0.00719)	0.00892 (0.00707)	0.0121* (0.00721)	0.0114 (0.00733)
OUV.COM	-0.0118** (0.00597)	-0.0103* (0.00537)	-0.0143** (0.00576)	-0.0139** (0.00634)	-0.0159** (0.00637)	-0.0134** (0.00618)	-0.0145** (0.00619)	-0.0130** (0.00646)	-0.0161** (0.00653)
KAOPEN	-0.300** (0.124)			-0.308** (0.123)	-0.317** (0.125)	-0.306** (0.123)	-0.310** (0.124)	-0.304** (0.124)	-0.321** (0.126)
LF (defacto)		0.0579 (0.125)	0.206* (0.123)	0.158 (0.154)	0.298** (0.139)				
ENG						0.166 (0.170)	0.280* (0.157)		
AVR								0.294 (0.585)	0.973** (0.453)
Constante	-3.469*** (0.701)	-3.106*** (0.620)	-3.195*** (0.641)	-3.534*** (0.707)	-3.682*** (0.724)	-3.541*** (0.710)	-3.645*** (0.721)	-3.465*** (0.700)	-3.550*** (0.714)
Observations	1033	1056	1052	1033	1032	1033	1032	1033	1032
Nbr d'ID	60	61	61	60	60	60	60	60	60
Pseudo R2	0.4946	0.4608	0.4687	0.4954	0.4986	0.4954	0.4975	0.4948	0.4979
Log Lik	-334.4	-356.7	-351.5	-333.8	-331.7	-333.9	-332.4	-334.2	-332.2

Ecart-type entre parenthèse. ***, **, * représentent respectivement la significativité au seuil de 1%, 5% et 10%.

Note : Les variables de contrôle (croissance, PIB/tête, Inflation, CSP (crédit au secteur privé/PIB), RIR (taux d'intérêt réel, M2/RSV (m2/réserves), OUV.COM (ouverture commerciale) et Kaopen (libéralisation financière de jure) sont retardées d'un an (t-1). Les mesures de libéralisation financière defacto (LF, ENG, AVR, IDE, Dette et IPL) sont retardées successivement d'un an (Régression A) et de 2 ans (Régression B).

Tableau 2-5 Libéralisation financière et crises bancaires

VARIABLES	CB 6-A	CB 6-B	CB 7-A	CB 7-B	CB 8-A	CB 8-B	CB 9-A	CB 9-B
Croissance	-0.0682*** (0.0215)	-0.0680*** (0.0214)	-0.0689*** (0.0214)	-0.0702*** (0.0216)	-0.0588*** (0.0211)	-0.0643*** (0.0212)	-0.0652*** (0.0212)	-0.0677*** (0.0213)
PIB/tête	-7.39e-05 (0.000133)	-7.39e-05 (0.000132)	8.97e-05 (0.000114)	8.56e-05 (0.000116)	-8.30e-06 (0.000123)	-2.66e-05 (0.000123)	0.000112 (0.000116)	9.31e-05 (0.000119)
Inflation	0.000545* (0.000280)	0.000545* (0.000281)	0.000469* (0.000254)	0.000482* (0.000253)	0.000510* (0.000264)	0.000522* (0.000266)	0.000476* (0.000255)	0.000492* (0.000257)
CSP	0.0360*** (0.00848)	0.0361*** (0.00850)	0.0317*** (0.00781)	0.0329*** (0.00795)	0.0374*** (0.00813)	0.0370*** (0.00829)	0.0330*** (0.00774)	0.0343*** (0.00795)
RIR	0.00332 (0.00556)	0.00333 (0.00556)	0.00495 (0.00546)	0.00493 (0.00547)	0.00355 (0.00547)	0.00377 (0.00546)	0.00459 (0.00546)	0.00450 (0.00547)
EXCH.	0.0855** (0.0386)	0.0858** (0.0386)	0.0496 (0.0372)	0.0516 (0.0376)	0.0729* (0.0373)	0.0777** (0.0379)	0.0543 (0.0371)	0.0580 (0.0376)
M2/RSRV	0.0109 (0.00750)	0.0110 (0.00743)	0.00801 (0.00740)	0.00893 (0.00735)	0.00638 (0.00748)	0.00936 (0.00736)	0.00853 (0.00732)	0.00964 (0.00728)
OUV.COM	-0.0121** (0.00599)	-0.0122** (0.00600)	-0.00713 (0.00559)	-0.00750 (0.00565)	-0.0111* (0.00593)	-0.0117** (0.00591)	-0.00727 (0.00562)	-0.00800 (0.00569)
KAOPEN	-0.298** (0.124)	-0.298** (0.124)	-0.202 (0.123)	-0.216* (0.124)	-0.255** (0.124)	-0.275** (0.124)	-0.212* (0.122)	-0.230* (0.123)
IDE(AVR)	1.205 (1.971)	1.239 (1.984)						
IDE(ENG)			-4.475*** (1.182)	-4.457*** (1.222)				
DETTE(AVR)					2.460*** (0.850)	1.390* (0.845)		
DETTE(ENG)							3.724*** (1.016)	3.299*** (1.044)
Constante	-3.458*** (0.698)	-3.457*** (0.697)	-2.524*** (0.675)	-2.613*** (0.680)	-4.951*** (0.908)	-4.284*** (0.881)	-6.446*** (1.118)	-6.159*** (1.148)
Observations	1033	1032	1033	1032	1033	1032	1033	1032
Nbr d'ID	60	60	60	60	60	60	60	60
Pseudo R2	0.4949	0.4950	0.5061	0.5054	0.5011	0.4967	0.5053	0.5025
Log Lik	-334.2	-334.1	-326.8	-327.2	-330.1	-333	-327.3	-329.2

Ecart-type entre parenthèse . ***, **, * représentent respectivement la significativité au seuil de 1%, 5% et 10%.

Tableau 2-6 Libéralisation financière et crises bancaires

VARIABLES	CB	CB	CB	CB
	10-A	10-B	11-A	11-B
Croissance	-0.0706***	-0.0708***	-0.0672***	-0.0724***
	(0.0213)	(0.0213)	(0.0215)	(0.0217)
PIB/tête	4.09e-05	4.45e-05	-4.68e-07	-4.51e-05
	(0.000128)	(0.000128)	(0.000127)	(0.000128)
Inflation	0.000549**	0.000557*	0.000561*	0.000997*
	(0.000280)	(0.000284)	(0.000293)	(0.000551)
CSP	0.0339***	0.0336***	0.0357***	0.0344***
	(0.00815)	(0.00813)	(0.00823)	(0.00835)
RIR	0.00365	0.00359	0.00278	0.00431
	(0.00551)	(0.00550)	(0.00559)	(0.00558)
EXCH	0.0788**	0.0789**	0.0839**	0.0826**
	(0.0378)	(0.0377)	(0.0380)	(0.0386)
M2/RSRV	0.0119*	0.0116	0.0119*	0.0118*
	(0.00713)	(0.00713)	(0.00712)	(0.00718)
OUV.COM	-0.0116**	-0.0116**	-0.0115*	-0.0127**
	(0.00582)	(0.00581)	(0.00591)	(0.00591)
KAOPEN	-0.290**	-0.289**	-0.296**	-0.298**
	(0.123)	(0.123)	(0.122)	(0.122)
IPL(AVR)	-11.85	-14.44		
	(7.647)	(8.923)		
IPL(ENG)			-3.302	0.713
			(3.082)	(2.881)
Constante	-3.326***	-3.303***	-3.439***	-3.310***
	(0.691)	(0.689)	(0.695)	(0.691)
Observations	1021	1018	1029	1026
Nbr d'ID	60	60	60	60
Pseudo R2	0.4982	0.4988	0.4964	0.4976
Log Lik	-332	-331.6	-333.2	-332.4

Ecart-type entre parenthèse.***, **, * représentent respectivement la significativité au seuil de 1%, 5% et 10%.

Afin de conforter nos résultats, nous nous intéressons par la suite (tableau 2.9) à l'effet du poids (de la part) de chaque type de capitaux internationaux dans les engagements et les avoirs à l'étranger. Pour ce faire, nous calculons six variables qui mesurent la part dans le total des engagements envers l'étranger (avoirs à l'étranger) des trois catégories de capitaux internationaux étudiés à savoir : les IDE [IDE/ENG. (AVR)], les investissements de portefeuille [IPL/ENG. (AVR.)] et les dettes [Dette/ENG. (AVR)]. Les résultats trouvés viennent appuyer ceux obtenus dans le tableau précédent.

Quant à la part des IDE sortant dans le total des avoirs étrangers (régression 1-A), elle n'a aucun effet sur la probabilité de déclenchement des crises bancaires. Par ailleurs, nous trouvons que plus la part de l'afflux des IDE dans le total des engagements envers l'étranger est importante, moins le pays est exposé au risque de crise (régression 2-E) : l'effet est négatif et significatif à 1 %.

Concernant le stock de dette, nous trouvons qu'une augmentation de la part de ces dernières, aussi bien dans la composition des avoirs que des engagements étrangers, augmente la probabilité des crises bancaires dans les PED. Nos résultats sont positifs et significatifs à 1 %. Les parts des investissements de portefeuille, aussi bien dans les engagements que dans les avoirs sont non significatives.

Ainsi, nous pouvons conclure à partir des résultats trouvés que les crises bancaires auxquelles ont fait face les pays en développement suite à la libéralisation financière sont dues principalement à la libéralisation des flux de dettes aussi bien en termes d'avoirs à l'étranger que d'engagements envers l'étranger. Il est donc crucial d'accorder autant d'attention à la gestion et le contrôle des capitaux étrangers entrants dans le pays hôte qu'à la sortie des capitaux domestiques vers le reste du monde.

Tableau 2-7 Composition des flux de capitaux et crise bancaire

VARIABLES	CB	CB	CB	CB	CB	CB
	1-A	1-E	2-A	2-E	3-A	3-E
Croissance	0.0682***	0.0689***	0.0588***	0.0652***	0.0706***	0.0672***
	(0.0215)	(0.0214)	(0.0211)	(0.0212)	(0.0213)	(0.0215)
PIB/tête	-7.39e-05	8.97e-05	-8.30e-06	0.000112	4.09e-05	-4.68e-07
	(0.000133)	(0.000114)	(0.000123)	(0.000116)	(0.000128)	(0.000127)
Inflation	0.000545*	0.000469*	0.000510*	0.000476*	0.000549**	0.000561*
	(0.000280)	(0.000254)	(0.000264)	(0.000255)	(0.000280)	(0.000293)
CSP	0.0360***	0.0317***	0.0374***	0.0330***	0.0339***	0.0357***
	(0.00848)	(0.00781)	(0.00813)	(0.00774)	(0.00815)	(0.00823)
RIR	0.00332	0.00495	0.00355	0.00459	0.00365	0.00278
	(0.00556)	(0.00546)	(0.00547)	(0.00546)	(0.00551)	(0.00559)
EXCH	0.0855**	0.0496	0.0729*	0.0543	0.0788**	0.0839**
	(0.0386)	(0.0372)	(0.0373)	(0.0371)	(0.0378)	(0.0380)
M2/RSRV	0.0109	0.00801	0.00638	0.00853	0.0119*	0.0119*
	(0.00750)	(0.00740)	(0.00748)	(0.00732)	(0.00713)	(0.00712)
OUV.COM	-0.0121**	-0.00713	-0.0111*	-0.00727	-0.0116**	-0.0115*
	(0.00599)	(0.00559)	(0.00593)	(0.00562)	(0.00582)	(0.00591)
KAOPEN	-0.298**	-0.202	-0.255**	-0.212*	-0.290**	-0.296**
	(0.124)	(0.123)	(0.124)	(0.122)	(0.123)	(0.122)
IDE/AVR. (ENG.)	1.205	-4.475***				
	(1.971)	(1.182)				
Dette/AVR. (ENG.)			2.460***	3.724***		
			(0.850)	(1.016)		
IPL/AVR. (ENG.)					-11.85	-3.302
					(7.647)	(3.082)
Constant	-3.458***	-2.524***	-4.951***	-6.446***	-3.326***	-3.439***
	(0.698)	(0.675)	(0.908)	(1.118)	(0.691)	(0.695)
Observations	1033	1033	1033	1033	1021	1029
Nbr d'ID	60	60	60	60	60	60
Pseudo R2	0.4949	0.5061	0.5011	0.5052	0.4982	0.4964
Log Lik	-334.2	-326.8	-330.1	-327.3	-332	-333.2

Ecart-type entre parenthèse. ***, **, * représentent respectivement la significativité au seuil de 1%, 5% et 10%.

Note : Les variables de contrôle (croissance, PIB/tête, Inflation, Régime de change, CSP (crédit au secteur privé/PIB), RIR (taux d'intérêt réel, M2/RSV (m2/réserves), OUV.COM (ouverture commerciale) et Kaopen (libéralisation financière *de jure*) Sont retardées d'un an (t-1).

IDE/AVR : la part des sorties des IDE dans le total des avoirs à l'étranger, (Colonne A).

IDE/ENG : la part des entrées des IDE dans le total des engagements envers l'étranger, (Colonne B).

Dette/AVR (ENG) : la part des sorties (entrées) des Dettes dans le total des avoirs (Engagements) à l'étranger.

IPL/AVR (ENG) : la part des sorties (entrées) des Investissement de portefeuille dans le total des avoirs (Engagements) à l'étranger.

➤ Libéralisation financière, développement institutionnel et crises bancaires :

La deuxième étape de notre étude empirique met l'accent sur le développement institutionnel comme facteur modérateur du risque de crises bancaires auquel fait face les PED suite à la libéralisation financière.

Nous intégrons dans nos estimations différentes mesures de développement institutionnel issu de la base de données ICRG pour tester l'effet direct du développement institutionnel sur la probabilité de déclenchement des crises bancaires. Nous nous intéressons par la suite à l'effet de la libéralisation financière sur la stabilité du secteur bancaire dans les PED conditionné par le niveau de développement institutionnel. C'est donc l'effet indirect du développement institutionnel sur la stabilité du secteur bancaire que l'on souhaite tester. Pour ce faire, nous utilisons des termes d'interaction entre notre mesure globale de la libéralisation financière (retardée de deux ans) et les différents aspects de développement institutionnel étudiés auparavant.

Nous reprenons les mêmes variables de contrôle utilisés et nous testons successivement l'effet direct et indirect de différents aspects du développement institutionnel. On commence notre étude (tableau 2.10) en intégrant un indice global de développement institutionnel qui intègre le risque financier, économique et politique, nommé **Stab.inst**. Le résultat trouvé est négatif et significatif à 10%. Le développement institutionnel permet donc de baisser la probabilité de déclenchement des crises bancaires dans les PED.

Nous passons dans la régression 2 à l'estimation de l'effet indirect de la stabilité institutionnelle sur la relation entre la libéralisation financière et les crises bancaires en utilisant un terme d'interaction (**LF*Stab.inst**). Nous trouvons que la libéralisation financière a en moyenne un effet négatif et significatif à 1 % sur la probabilité de déclenchement de crises bancaire en présence d'un cadre institutionnel développé.

Nous allons ensuite, dans les régressions 3 à 8, tester l'effet direct et indirect des trois composantes de l'indice de développement institutionnel sur la probabilité de crises bancaires.

Seule la variable « risque financier » est négative et significative à 1% (régression 3). Ainsi, la maîtrise du risque financier permet d'assurer la stabilité du secteur bancaire.

Quant à l'effet indirect de ces variables sur le déclenchement des crises bancaires, nous trouvons qu'une libéralisation financière, menée dans un cadre institutionnel caractérisé par une bonne maîtrise du risque financier et politique, permet de diminuer la probabilité de déclenchement des crises bancaires dans les pays en développement. Les termes d'interaction

de la libéralisation financière avec le risque financier et le risque politique sont négatifs et significatifs à 1 et 5% successivement (régression 4 et 6). Le risque économique par contre ne présente pas d'effet modérateur significatif dans la relation « libéralisation financière – crises bancaires ».

Nous nous penchons par la suite sur le cas de la stabilité politique et nous testons l'effet direct et indirect de trois de ses composantes (Tableau 2.11) à savoir, la responsabilité démocratique (Dem.account), le profil d'investissement (Profil.invest) et la stabilité du gouvernement (Stab.Gov). Ces trois aspects du risque politique diminuent la probabilité de déclenchement des crises bancaires (résultats négatifs et significatifs).

Nous trouvons par ailleurs que les termes d'interaction des variables Dem.account, Profil.invest et Stab.Gov avec la variable de libéralisation financière sont négatifs et significatifs à 5%, 1% et 1% successivement. Ainsi ces trois mesures de stabilité politique agissent indirectement sur la probabilité de déclenchement des crises bancaires dans les pays en développement en diminuant l'effet négatif que peut avoir la libéralisation financière.

On en conclu donc qu'un pays en développement est plus exposé aux crises bancaires s'il fait face à un important risque financier et politique, indépendamment de son niveau de libéralisation financière. Néanmoins, pour les pays ayant adopté une politique de libéralisation financière, il est indispensable d'assurer au préalable un certain niveau de développement institutionnel. Selon nos résultats, deux composantes de la stabilité institutionnelle sont à développer : la maîtrise du risque financier et du risque politique.

Tableau 2-8 Développement institutionnel et crises bancaires (Effet direct et indirect)

Variables	CB 1	CB 2	CB 3	CB 4	CB 5	CB 6	CB 7	CB 8
Croissance	-0.0602*** (0.0208)	-0.0662*** (0.0211)	-0.0587*** (0.0207)	-0.0656*** (0.0210)	-0.0628*** (0.0208)	-0.0671*** (0.0211)	-0.0659*** (0.0207)	-0.0717*** (0.0215)
PIB/tête	0.195 (0.283)	0.00507 (0.273)	0.243 (0.276)	0.0430 (0.271)	0.121 (0.282)	-0.0301 (0.275)	0.0464 (0.279)	-0.000736 (0.267)
Inflation	0.000396 (0.000259)	0.000360 (0.000244)	0.000399 (0.000260)	0.000336 (0.000239)	0.000435 (0.000265)	0.000406 (0.000253)	0.000451* (0.000270)	0.000371 (0.000228)
CSP	0.0384*** (0.00865)	0.0375*** (0.00882)	0.0379*** (0.00849)	0.0371*** (0.00880)	0.0384*** (0.00881)	0.0372*** (0.00885)	0.0362*** (0.00847)	0.0353*** (0.00862)
EXCH.	0.0282 (0.0371)	0.0267 (0.0372)	0.0178 (0.0372)	0.0181 (0.0375)	0.0366 (0.0372)	0.0288 (0.0371)	0.0330 (0.0378)	0.0305 (0.0378)
RIR	0.00392 (0.00557)	0.00336 (0.00563)	0.00488 (0.00558)	0.00430 (0.00563)	0.00395 (0.00564)	0.00358 (0.00567)	0.00361 (0.00569)	0.00392 (0.00562)
M2/RSRV	0.00845 (0.00724)	0.00824 (0.00750)	0.00829 (0.00715)	0.00779 (0.00748)	0.00904 (0.00719)	0.00897 (0.00745)	0.00955 (0.00716)	0.0102 (0.00745)
OUV.COM	-0.0139** (0.00635)	-0.0152** (0.00645)	-0.0129** (0.00631)	-0.0137** (0.00636)	-0.0148** (0.00640)	-0.0149** (0.00645)	-0.0155** (0.00643)	-0.0147** (0.00632)
KAOPEN	-0.274** (0.130)	-0.296** (0.134)	-0.275** (0.126)	-0.263** (0.129)	-0.305** (0.129)	-0.314** (0.132)	-0.339*** (0.130)	-0.303** (0.130)
LF*	0.268* (0.146)	0.391** (0.194)	0.261* (0.144)	0.386** (0.186)	0.299** (0.146)	0.410** (0.205)	0.328** (0.147)	0.507** (0.203)
Stab.Inst*	-0.0322* (0.0174)	-0.0139 (0.0172)						
LF*Stab.Inst		-0.0590*** (0.0224)						
Risk.FIN*			-0.0578*** (0.0214)	-0.0439** (0.0211)				
LF*Risk.FIN				-0.0980*** (0.0348)				
Risk.Pol*					-0.0205 (0.0158)	-0.00465 (0.0162)		
LF*Risk.Pol						-0.0462** (0.0190)		
Risk.Eco*							-0.00650 (0.0289)	0.00426 (0.0295)
LF*Risk.Eco								-0.0552 (0.0458)
Constant	-2.954 (1.986)	-3.050 (1.984)	-3.424* (1.944)	-3.332* (1.981)	-3.224 (2.004)	-2.834 (1.992)	-3.550* (2.030)	-2.942 (1.910)
Observations	988	994	988	994	988	994	988	994
Nbr d'ID	60	60	60	60	60	60	60	60
Pseudo R2	0,5234	0.5273	0,5264	0.5303	0,5222	0.5260	0,521	0.5224
Log Lik	-315.3	-312.7	-313.4	-310.7	-316.1	-313.6	-316.9	-315.9

Ecart-type entre parenthèse.***, **, * représentent respectivement la significativité au seuil de 1%, 5% et 10%.

Note : Les variables de contrôle (croissance, PIB/tête, Inflation, CSP (crédit au secteur privé/PIB), RIR (taux d'intérêt réel, M2/RSV (m2/réserves), OUV.COM (ouverture commerciale) et Kaopen (libéralisation financière de jure) Sont retardées d'un an (t-1).

Tableau 2-9 Développement institutionnel et crises bancaire (Effet direct et indirect)

Variables	CB 9	CB 10	CB 11	CB 12	CB 13	CB 14
Croissance	-0.0633*** (0.0210)	-0.0650*** (0.0214)	-0.0639*** (0.0211)	-0.0683*** (0.0216)	-0.0609*** (0.0214)	-0.0643*** (0.0213)
PIB/tête	0.273 (0.297)	0.0909 (0.275)	0.244 (0.287)	0.107 (0.283)	0.180 (0.275)	0.113 (0.280)
Inflation	0.000449 (0.000274)	0.000402 (0.000259)	0.000407 (0.000264)	0.000363 (0.000241)	0.000441* (0.000260)	0.000432 (0.000264)
CSP	0.0380*** (0.00874)	0.0372*** (0.00880)	0.0411*** (0.00901)	0.0397*** (0.00910)	0.0385*** (0.00884)	0.0372*** (0.00892)
EXCH.	0.0503 (0.0377)	0.0438 (0.0371)	0.0356 (0.0373)	0.0326 (0.0373)	0.0188 (0.0374)	0.0137 (0.0376)
RIR	0.00295 (0.00567)	0.00263 (0.00563)	0.00191 (0.00559)	0.00260 (0.00558)	0.00627 (0.00566)	0.00639 (0.00569)
M2/RSRV	0.00900 (0.00730)	0.0103 (0.00753)	0.00603 (0.00750)	0.00543 (0.00780)	0.00869 (0.00764)	0.00734 (0.00793)
OUV.COM	-0.0167** (0.00651)	-0.0151** (0.00633)	-0.0140** (0.00644)	-0.0140** (0.00646)	-0.0113* (0.00647)	-0.0113* (0.00652)
KAOPEN	-0.271** (0.131)	-0.252* (0.130)	-0.186 (0.132)	-0.185 (0.133)	-0.267** (0.128)	-0.251* (0.131)
LF(t-2)	0.288** (0.146)	0.231 (0.217)	0.259* (0.145)	0.331* (0.200)	0.285** (0.142)	0.315 (0.204)
Dem.account	-0.374*** (0.135)	-0.460*** (0.145)				
LF*Dem.account		-0.316** (0.145)				
Profil.Invest(t-2)			-0.314*** (0.0775)	-0.269*** (0.0769)		
LF*Prof.Invest				-0.207** (0.104)		
Stab.Gov(t-2)					-0.262*** (0.0634)	-0.240*** (0.0654)
LF*Stab.Gov						-0.261*** (0.0967)
Constant	-4.234** (2.065)	-3.832* (2.004)	-3.364 (2.098)	-3.957* (2.086)	-3.094 (1.987)	-4.076** (2.064)
Observations	988	994	988	994	988	994
Nbr d'ID	60	60	60	60	60	60
Pseudo R2	0,527	0.5325	0,534	0.5359	0,5344	0.5374
Log Lik	-312.9	-309.3	-308.3	-307	-308	-306

Ecart-type entre parenthèse. ***, **, * représentent respectivement la significativité au seuil de 1%, 5% et 10%.

Note : Les variables de contrôle (croissance, PIB/tête, Inflation, CSP (crédit au secteur privé/PIB), RIR (taux d'intérêt réel, M2/RSV (m2/réserves), OUV.COM (ouverture commerciale) et Kaopen (libéralisation financière de jure) Sont retardées d'un an (t-1).

Conclusion

Le système monétaire international a été marqué ces dernières décennies par une augmentation significative du mouvement de capitaux internationaux. La libéralisation financière fait en théorie partie des stratégies de développements adoptées par les pays.

L'adoption d'une politique de libéralisation financière a toujours été motivée par le besoin de sortir d'une politique de répression qui a montré ses limites et qui est jugée contraignante pour le développement et la croissance économique d'un pays

Toutefois, le volume des capitaux internationaux échangés et leur volatilité peuvent poser des défis politiques auxquels les décideurs doivent faire face. En effet, une mauvaise gestion desdits capitaux peut avoir une incidence sur la stabilité économique et financière des pays.

Un tel mouvement soutenu des capitaux a été observé en provenance et vers les pays en développement ces dernières années. La même époque a été marquée par une succession de crises bancaires touchant aussi bien les pays développés que les pays en développement.

Dès lors, différentes études dans les milieux académiques et politiques ont vu le jour dans le but d'identifier les déterminants d'une telle instabilité financière et bancaire. Les résultats trouvés identifient la libéralisation des capitaux internationaux comme un facteur aggravant la vulnérabilité des systèmes financiers, menant ainsi au déclenchement des crises bancaires.

En effet, l'idée que la libéralisation financière puisse présenter un risque pour la stabilité des secteurs bancaires est toujours sujette à discussion dans le milieu académique. Les résultats trouvés à ce jour dans la littérature empiriques restent ambigus

Il a été avancé dans la littérature qu'un certain nombre de conditions préalables devraient être assurées avant de procéder à la libéralisation financière. Toutefois, assurer ces prérequis identifiés dans la littérature n'est pas la seule condition pour qu'un pays réussisse son intégration financière. Afin de mener à bien une politique de libéralisation financière, un pays doit aussi mettre en place une politique de gestion et de contrôle des capitaux. Pour ce faire, outre les conditions préalables identifiées dans la littérature, il est important de distinguer les aspects de la libéralisation financière qui présentent le plus de risque sur la stabilité des secteurs bancaires dans les PED et d'adapter en conséquence la politique de contrôle des capitaux.

Ce chapitre a porté sur l'étude de la relation entre libéralisation financière internationale et crises bancaires dans les pays en développement. Dès lors, un travail empirique a été mené

dans pour identifier la source de risque qui émane d'une telle politique de libéralisation financière. Pour ce faire, nous nous sommes intéressés à l'aspect bidirectionnel de la libéralisation financière qui consiste à faciliter l'échange des capitaux étrangers entrants et des capitaux domestiques sortants d'un pays. On estime, contrairement aux travaux passés, qu'il est important de faire la distinction entre ces deux aspects.

Nous essayons d'affiner notre étude en nous intéressant aussi aux différents types de capitaux échangés qui peuvent avoir différents degrés de maturité et différents niveaux de volatilité.

Le risque de crise bancaire auquel est exposé un pays peut donc dépendre de la composition des capitaux échangés et la direction que prennent ces derniers (entrées des capitaux étrangers *versus* sorties des capitaux domestiques). Pour ce faire, nous distinguons trois principales catégories de capitaux internationaux à savoir les IDE, les investissements de portefeuille et les dettes. Nous utilisons dans notre étude les mesures brutes de ces dernières.

Nous nous intéressons par la suite à l'importance d'une des conditions préalables à la libéralisation financière à savoir le développement institutionnel. En effet, ces pays ont généralement un niveau institutionnel très faible qui pourrait jouer un rôle non négligeable dans le déclenchement des crises bancaires suite à la libéralisation financière.

Les résultats obtenus montrent que le risque de la libéralisation financière sur la stabilité des secteurs bancaires dans les PED est aussi important dans le cas des entrées de capitaux étrangers que dans le cas de sorties de capitaux domestiques. Ce risque émane principalement d'un seul type de capitaux : les dettes. En effet, ces dernières représentent la part la plus importante des capitaux échangés par les PED. Par ailleurs, les dettes sont aussi des capitaux volatiles et sujettes aux retraits en cas de chocs subis par les pays hôtes (engagements envers l'étranger) ou de pertes suite à un défaut de paiement pouvant émaner de chocs subis par les pays d'accueil (avoirs à l'étranger). Les IDE ont un effet positif sur la stabilité des secteurs bancaires dans les PED. Du fait de la quantité négligeable échangée par les PED, les investissements de portefeuille ne présentent pas de risque d'instabilité bancaire.

Il serait donc important pour ces pays de mettre en place une politique de contrôle des capitaux ayant pour principal objectif de freiner la masse importante de flux de dettes entrants et sortants et d'encourager les investissements à moyen et à long terme qui, étant stable et avantageux pour le développement et la croissance économique, permettraient de diminuer l'exposition des secteurs bancaires aux risques de crises.

Compte tenu du faible niveau de développement institutionnel, une telle politique de contrôle de capitaux peut être contournée et non appliquée.

La deuxième partie de notre travail empirique a été consacrée au rôle du développement institutionnel dans le déclenchement des crises bancaires. Les résultats obtenus nous amènent à conclure au rôle modérateur joué par le développement institutionnel sur la relation entre la libéralisation financière sur la stabilité du secteur bancaire dans les PED. Plus encore, nous trouvons qu'en présence de développement institutionnel et plus précisément de stabilité politique et financière, la libéralisation financière peut avoir un effet inhibitif du risque de crise assurant ainsi la stabilité des secteurs bancaire et diminuant la probabilité de déclenchement de crise.

Ainsi, les PED qui ont adhéré à la politique de libéralisation financière internationale, doivent veiller au développement du cadre institutionnel qui serait de nature à assurer la stabilité des institutions bancaires. De même, les décideurs politiques de ces pays doivent assurer une bonne gestion des capitaux internationaux échangés en privilégiant le recours à un financement étranger peu volatile et plus avantageux pour l'économie du pays hôte.

Annexes

Annexe 2-A Echantillon de pays

Algérie	Guinée	Panama
Argentine	Guinée-Bissau	Paraguay
Arménie	Guyana	Pérou
Azerbaïdjan	Haïti	Philippines
Bangladesh	Indonésie	Romania
Belarus	Jordanie	Russie
Bolivia	Kenya	Sénégal
Brésil	Lettonie	Sri Lanka
Bulgarie	Liban	Tanzanie
Burkina Faso	Liberia	Thaïlande
Cameroun	Lituanie	Togo
Chile	Madagascar	Tunisie
Chine	Malaysia	Uganda
Colombie	Mali	Ukraine
Congo Rep.	Mexique	Venezuela
Rep. Dominicaine	Maroc	Vietnam
Equateur	Mozambique	Yémen
Egypte	Nicaragua	Zambie
El Salvador	Niger	Zimbabwe

Annexe 2-B Statistiques descriptives des variables du modèle entre 1985-2010

Variable	Nbre d'Obs	Moyenne	Ecart-Type	Minimum	Maximum
CB	1664	0.1207933	0.3259848	0	1
CSP	1471	29.42276	26.53722	0.1982856	149.1535
OUV.COM	1532	68.77713	35.85927	12.34638	220.4074
M2/RSRV	1499	7.658285	17.64036	0.3592598	271.0746
Inflation	1549	55.88958	269.4647	-29.17266	3789.209
PIB/tête	1548	2015.293	1923.979	50.04221	9897.439
Croissance	1558	3.37024	6.367953	-51.03086	38.20071
RIR	1144	7.188907	18.62206	-97.8121	97.4744
EXCH.	1554	7.940798	4.375527	1	15
KAOPEN	1541	-0.133387	1.44551	-1.85564	2.45573
LF	1569	1.522806	2.051847	0.1378635	33.5655
AVR	1569	0.343932	.3293932	0	4.653005
ENG	1569	1.178874	1.997132	0.0689448	33.2678
DETTE(AVR)	1568	0.5591907	0.2034897	0.038058	1.143782
IDE(AVR)	1565	0.0570021	0.082852	0	0.4992521
IPL(AVR)	1550	0.0147558	0.0374804	0	0.3990137
DETTE(ENG)	1569	0.7222879	0.1936445	0.0866509	0.9995077
IDE(ENG)	1569	0.2487171	0.1743191	0	0.9133492
IPL(ENG)	1559	0.0287603	0.0600855	0	0.462468

Annexe 2-C Corrélations entre les variables

	CB	CSP	Ouv. Com	M2/ Rsrv	Inflation	PIB/tête	Croiss.	RIR	Reg. de change
CB	1.0000								
CSP	0.0246	1							
OUV.COM	-0.0737	0.3828	1						
M2/RSRV	0.1022	-0.0250	-0.0207	1					
Inflation	0.1343	-0.0390	-0.0742	0.1612	1				
PIB/tête	0.0215	0.3488	0.1210	-0.1059	0.0214	1			
Croissance	-0.1985	0.0893	0.0106	-0.0937	-0.2194	0.0164	1		
RIR	0.0044	0.0020	-0.1299	-0.0184	-0.4539	-0.0115	0.0652	1	
EXCH.	0.0891	-0.1222	-0.1820	0.0108	0.1942	0.0857	-0.1970	-0.0699	1
KAOPEN	-0.0785	0.1613	0.2716	-0.0688	-0.0997	0.2433	0.0788	0.1168	-0.1457
LF	0.1030	0.0743	0.3353	0.2867	0.0124	-0.0640	-0.2218	-0.0853	0.0598
ENG	0.1116	-0.0240	0.2432	0.3427	0.0249	-0.1243	-0.2346	-0.0835	0.0950
AVR	-0.0352	0.3976	0.4385	-0.1229	-0.0725	0.3596	0.0416	-0.0243	-0.2046
DETTE(ENG)	0.1623	-0.2895	-0.2631	0.1149	0.1017	-0.2891	-0.1705	-0.0540	0.0805
DETTE(AVR)	0.1389	-0.2004	-0.0536	0.3261	0.1306	-0.1057	-0.2127	-0.0731	0.1395
IDE(ENG)	-0.1681	0.1887	0.2509	-0.0962	-0.0994	0.1965	0.1606	0.0454	-0.1186
IDE(AVR)	0.0537	0.1603	-0.0234	0.0500	0.0004	0.3191	0.0294	0.1016	-0.0152
IPL(ENG)	-0.0359	0.4201	0.1319	-0.0971	-0.0408	0.3896	0.0903	0.0446	0.0811
IPL(AVR)	-0.0579	0.2041	-0.0072	-0.0556	-0.0309	0.3999	0.0318	0.0450	0.0295

	kaopen	LF	ENG	AVR	DETTE	DETTE	IDE	IDE	IPL	IPL
CB										
CSP										
OUV.COM										
M2/RSRV										
Inflation										
PIB/tête										
Croissance										
RIR										
EXCH.										
KAOPEN	1									
LF	0.1404	1								
ENG	0.0872	0.9871	1							
AVR	0.3469	0.2442	0.0859	1						
DETTE(ENG)	-0.2421	-0.0563	-0.0257	-0.1948	1					
DETTE(AVR)	-0.0884	0.1732	0.1731	0.0302	0.4890	1				
IDE(ENG)	0.2380	0.0855	0.0613	0.1614	-0.9509	-0.4046	1			
IDE(AVR)	-0.0346	-0.0893	-0.1017	0.0589	-0.3139	-0.3170	0.2079	1		
IPL(ENG)	0.0848	-0.0663	-0.0935	0.1634	-0.4554	-0.3961	0.1573	0.400	1	
IPL(AVR)	0.1448	-0.0292	-0.0506	0.1313	-0.3161	-0.2860	0.2427	0.229	0.303	1

Chapitre 3 :Globalisation financière et stabilité bancaire : quel rôle pour le contrôle des capitaux et la réglementation prudentielle des banques ?

Introduction

La stabilité financière a été au cœur du débat économique ces dernières décennies. En effet, la conjoncture économique mondiale a été marquée par un mouvement de capitaux de plus en plus importants allant de pair avec une succession de crises financières. Face à l'augmentation des risques financiers subis par les économies, mettre en œuvre des moyens pouvant assurer la stabilité économique et financière est devenu la priorité des décideurs politiques et des organismes internationaux de régulation financière (comme le FMI, la Banque Mondiale, etc.). Cela permettra d'atteindre un certain niveau de développement financier et d'absorber les différents types de chocs extérieurs auxquels les marchés font face.

Les travaux ayant abouti à une forte corrélation entre les mouvements de capitaux internationaux et le déclenchement des crises financières ont souligné la nécessité d'assurer certains prérequis à la libéralisation financière internationale. Cela permettra aux économies de bénéficier des avantages d'une telle politique sans être exposées à une forte instabilité financière pouvant déboucher sur des crises. Le développement institutionnel représente une de ces conditions préalables. En effet, assurer un cadre institutionnel fiable permettrait aux pays en

développement d'assurer un niveau de croissance soutenue et une stabilité de leurs secteurs bancaires(Chapitre 1 et 2).

Les autorités de régulation et les décideurs politiques ont porté un intérêt particulier au cadre réglementaire, qui représente un des aspects du développement institutionnel. En effet, un pays est moins sujet à des problèmes de stabilité financière s'il est doté d'institutions régis par une réglementation adéquate et un niveau de supervision élevé. En couvrant les différents risques auxquels sont exposés les banques et les marchés financiers tout en assurant une bonne application des règles et des lois instaurées, le cadre réglementaire représente ainsi un des piliers de la stabilité financière.

L'objectif poursuivi par les autorités, ayant en charge la mise en place d'un tel cadre, serait de revoir et d'adapter les règles et les lois existantes aux changements de l'architecture des systèmes financiers et aux nouveaux risques auxquels ces derniers font face. Cela est d'autant plus impératif en présence d'une forte interconnexion entre les marchés et d'un mouvement de capitaux internationaux de grande envergure. Dès lors, il s'agit de trouver la réponse politique optimale à un risque systémique touchant, non seulement des institutions isolées, mais aussi l'économie dans sa totalité. Pour ce faire, un nouveau cadre réglementaire macro-prudentiel est indispensable pour compléter la régulation micro-prudentielle existante et prendre en considération les interdépendances entre les institutions financières. A cet effet, nous nous intéressons dans ce chapitre au contrôle des capitaux en tant qu'instrument de régulation des mouvements de capitaux internationaux.

Le présent chapitre vise à étudier dans quelle mesure l'application d'une politique de contrôle de capitaux permettrait d'assurer la stabilité financière dans les pays en développement. Cette question est d'autant plus importante que les mouvements de capitaux internationaux continuent à affluer vers les pays en développement, exposant ces derniers à d'importants problèmes d'instabilité financière et de crises. La suite du chapitre est organisée comme suit. La première section porte sur l'étude de la réglementation bancaire traditionnelle (micro-prudentielle) et de ses objectifs. La deuxième section portera sur les instruments de régulation utilisés dans ce cadre. Dans la troisième section, nous mettons en lumière l'échec du contrôle micro-prudentiel à assurer son rôle principal de stabilité financière. Une telle défaillance est confirmée par l'exposition accrue des systèmes bancaires aux risques systémiques et par les crises bancaires qui s'en suivent. C'est pourquoi, il est nécessaire de revoir la réglementation

bancaire et de la compléter avec une approche macro-prudentielle. Dès lors, nous définissons cette politique, son cadre institutionnel et les outils nécessaires à sa mise en œuvre. Dans la quatrième section, nous nous intéressons à l'un des instruments macro-prudentiels ciblant la volatilité des mouvements des capitaux internationaux, à savoir le contrôle des capitaux. Enfin, dans la dernière section, nous évaluons empiriquement l'effet de la politique du contrôle des capitaux sur la stabilité financière dans les pays en développement. Pour ce faire, nous utilisons comme mesure de stabilité financière le gap de crédit.

Section 1 :La raison d'être de la réglementation bancaire

“Regulators and supervisors¹³ in nations around the world are charged with managing the health of banks and other financial institutions and preserving the stability of the financial system. Governments regulate financial institutions for two main purposes. The first is consumer protection. [....]. Second, regulation in the financial sector has the additional goal of maintaining financial stability, a clear public good that justifies a more elaborate framework of regulation and supervision.”
Quintyn et Taylor (2004)

Les banques font partie des institutions les plus réglementées au monde. L'importance de la réglementation bancaire s'explique par la nature particulière de l'activité exercée par les banques en tant qu'intermédiaire financier. La réglementation bancaire est appliquée dans un objectif commun à savoir: la protection des consommateurs, la stabilité financière et monétaire et un système financier compétitif et efficient. La différence du cadre réglementaire d'un pays à l'autre réside dans son application plus ou moins laxiste. Toutefois, le renforcement de la régulation est nécessaire pour gérer efficacement les risques inhérents au système bancaire.

L'instabilité et l'échec d'une banque peut s'expliquer par différents facteurs. En effet, si les actifs détenus par une banque ou les crédits qu'elle a accordés réalisent un rendement faible et inattendu, cette dernière n'aura plus les ressources nécessaires pour rembourser les déposants et finit par échouer. Une banque peut également échouer si un mouvement important de retrait

¹³La réglementation fait référence à l'ensemble des lois et des règles applicables aux activités bancaires et la supervision se définit comme la surveillance des activités des banques et l'application de la réglementation bancaire par les autorités.

(ruée bancaire) l'oblige à vendre des actifs à un prix très faible. Cette course soudaine aux guichets est généralement le résultat d'un défaut de coordination entre les déposants et les banques. En effet, les banques se caractérisent par des bilans où leurs engagements (dépôts) sont généralement de court terme, tandis que leurs actifs sont à long terme et illiquides. Il y a donc une asymétrie des échéances (*maturity mismatch*).

Notons aussi que les banques sont exposées au risque de contagion qui constitue l'un des principaux arguments de la réglementation bancaire. En effet, la faillite d'une banque peut générer un effet domino sur les autres banques à *priori* solvables, étant donné que chaque banque fait partie intégrante du système de paiement. Il existe donc un risque de défaillance du système bancaire entier, d'où la nécessité d'assurer la stabilité des banques.

De même, l'existence de problèmes d'asymétrie d'information et l'incapacité des petits déposants à surveiller leurs banques expliquent aussi l'importance de la réglementation bancaire. Les régulateurs doivent donc agir en tant que représentants des petits déposants. Santos (2000) explique que, malgré l'absence de consensus quant aux raisons de la réglementation bancaires, deux justifications sont souvent citées à savoir : le risque de crise systémique et l'incapacité des déposants à contrôler leurs banques. Selon Tchana (2009- 2014), ce serait la nature fragile des banques, d'un côté, et le rôle important qu'elles jouent en tant qu'intermédiaires financiers, d'un autre côté, qui expliquerait l'importance d'une réglementation bancaire adéquate. En effet, ce rôle assuré par les institutions bancaires fait de leur instabilité un risque qui pourrait être coûteux pour l'économie dans sa totalité.

Ainsi, les banques sont des institutions vulnérables et exposées à une multitude de risques de par la nature même de leur activité. La défaillance d'une banque peut, contrairement aux autres institutions, toucher d'autres banques saines et affecter l'économie dans sa totalité. Afin de prévenir et de faire face à un tel mouvement de panique, les banques centrales et les décideurs politiques mettent en place un filet de sécurité.

1.1.Le filet de sécurité

Dans le but de limiter les effets négatifs issues des faillites bancaires (tel que les problèmes de liquidité, des coûts de faillites, de la chute des prix d'actifs, etc.), une attention particulière est accordée à la prévention ou à la limitation des paniques bancaires. Tant que les banques sont en mesure d'assurer les fonds nécessaires pour faire face aux retraits massifs et

inattendus de fonds, il y aura moins de risque de faillites bancaires. Autrement, face à l'éventuelle incapacité des banques à assurer les fonds nécessaires, il est indispensable d'avoir «un filet de sécurité» (*safety net*) ayant pour objectif la protection des agents économiques (aussi bien les banques que leurs clients). Le filet de sécurité bancaire peut être une assurance dépôt ou un prêteur en dernier ressort.

Néanmoins, un tel mécanisme visant la protection des agents économiques contre d'éventuelles défaillances du secteur bancaire, présente lui-même un risque en présence de problèmes d'asymétrie d'information. En effet, ce dispositif peut inciter à une prise de risque excessive de la part des banques. D'après Krugman et Obstfeld (2009): « *L'assurance dépôt, tout comme l'intervention du prêteur en dernier ressort, porte en elle le germe d'un risque moral. Elle incite en effet les banques à prendre d'avantage de risques. Par ailleurs, les déposants n'ont plus de raisons de s'inquiéter de la santé financière de leurs banques et sont moins motivés à exercer un quelconque contrôle* ».

1.1.1. L'assurance dépôts

Le principal objectif de l'assurance dépôt est de mettre en confiance les déposants des banques. Même si la banque n'est pas en mesure d'honorer la totalité de ses obligations, les déposants reçoivent le montant équivalent au total de leurs dépôts, puisque l'écart est payé par une institution d'assurance dépôt, financée par des primes d'assurance versées (*ex-ante et/ou ex-post*) par la banque. Les déposants n'ont donc pas à attendre la liquidation de la banque pour être remboursés et ne sont pas confrontés à l'incertitude de ne recevoir qu'une partie de la somme qu'ils avaient déposée.

La Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) est le plus ancien organisme fédéral américain d'assurance des dépôts bancaires encore en activité. Il a été établi en 1934 avec un montant initial de couverture allant jusqu'à 2500 \$. Cette couverture a évolué au fil du temps pour atteindre 250000 \$ en octobre 2008, au cours de la crise financière mondiale des subprimes¹⁴. L'assurance dépôts a mis longtemps avant d'être adoptée dans le reste du monde. Entre la date de création de la FDIC et le milieu des années 1970, seul cinq pays ont adopté le régime d'assurance dépôts : la Norvège, l'Allemagne de l'Ouest, le Canada, la Finlande et le

¹⁴ Gonzales, O.R. et D.E. Getter (2009), "The Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC): Summary of Actions in Support of Housing and Financial Markets", Congressional Research Service Report for Congress, 5 March.

Japon. Depuis les années 1980, tous les pays membres de l'OCDE ont mis en place un régime d'assurance dépôts. Ensuite, de nombreux pays leur ont emboîté le pas. Les années 1990 ont connu une propagation particulièrement rapide de l'assurance dépôts explicite. En 1995, seuls 49 pays avaient adopté l'assurance dépôts, mais en 2003, le nombre s'élève à 87 pays, soit une augmentation de près de 80 % (Demirgüç-Kunt *et al.* 2008).

L'un des travaux pionniers traitant de l'importance de l'assurance dépôt dans la stabilité du secteur bancaire est celui de Diamond et Dybvig (1983). Les auteurs ont construit un modèle théorique dans lequel ils expliquent la fragilité inhérente aux banques. Ils aboutissent aux résultats selon lesquels la stabilité bancaire ne dépend pas seulement de la rentabilité des projets choisis par les banques, mais aussi du niveau de confiance des déposants. D'où l'importance du rôle joué par l'assurance dépôts pour instaurer une relation de confiance entre la banque et les déposants. En effet, ces derniers savent qu'en cas de choc subi par leur banque, et en présence d'un système d'assurance dépôt, ils pourront récupérer la totalité de leurs fonds. Dans ce cas, la banque pourra prévenir la ruée aux guichets et le phénomène de panique.

Deux formes d'assurance dépôt sont identifiées dans la littérature : l'assurance dépôt implicite et l'assurance dépôt explicite. Dans le cas d'une assurance-dépôt implicite, les déposants sont rassurés implicitement par l'action du gouvernement sans pour autant qu'il n'y ait de règles préétablies. Pour l'assurance dépôt explicite, les termes et les conditions du projet sont mentionnés explicitement par une loi. Dans ce cadre, la loi spécifie les types de dépôts qui sont couverts en cas de faillites bancaires. Demirgüç-Kunt *et al.* (2005) expliquent que les assurances dépôt explicites diffèrent des assurances dépôts implicites en raison de leur dépendance à la réglementation formelle reposant sur les lois relatives aux banques et à la banque centrale. Ces lois expliquent les principaux éléments de l'assurance dépôt telles que la date de début, les limites de la couverture, la procédure de remboursement des assurés (le cas échéant) et comment les faillites bancaires seront résolues. Le système d'assurance dépôt se place donc entre les mesures de prévention (réglementation prudentielle) et les mesures d'intervention en cas de crise (le prêteur en dernier ressort).

Néanmoins, en l'absence d'un cadre de réglementation et de supervision prudentielle solide, ce système d'assurance dépôt peut être une source de risque. En effet, l'assurance dépôt, un régime particulièrement observé dans les pays en développement, est conçue pour protéger les déposants et attirer des fonds. Elle fournit ainsi une sorte de garantie ou de protection contre

le risque de faillites des banques. Ces dernières, disposant de cette garantie, dirigent leurs fonds vers les projets les plus rentables mais aussi les plus risqués. Ces mesures incitatives du système d'assurance dépôt stimulent donc la prise de risque excessive par les banques, notamment dans le cas de réglementation et de supervision prudentielle laxistes. Ainsi, dans un cadre réglementaire inadéquat, l'assurance dépôt peut alimenter les crises bancaires en augmentant les incitations perverses des banques à prendre des risques excessifs (l'aléa moral).

En présence d'assurance dépôt, l'aléa moral se manifeste de deux façons. D'abord, l'assurance dépôt explicite incite les banques assurées à prendre plus de risques puisqu'elles peuvent profiter des bénéfices recherchés sans subir les pertes éventuelles. Ensuite, l'assurance dépôt explicite réduit la tendance des déposants et des actionnaires à surveiller leurs banques.

Ces résultats ont été appuyés par Demirguc-Kunt et Detragiache (2003) dans une étude portant sur le rôle de l'assurance dépôt dans la stabilité du secteur bancaire. Ces auteurs constatent que l'assurance dépôt explicite est associée à une augmentation de la probabilité de déclenchement de crises bancaires observées dans un large échantillon de pays. Ce risque de crise est plus important si les taux d'intérêt bancaires sont déréglementés et si l'environnement institutionnel est faible. Leurs résultats confortent l'idée selon laquelle l'aléa moral est l'un des problèmes les plus importants pouvant émaner de la libéralisation des systèmes financiers. Un tel problème d'aléa moral est plus significatif en présence d'opportunités de prise de risques abondantes et dans le cas d'un faible cadre institutionnel où il sera plus difficile de contrôler et de limiter la prise de risque excessive par les banques. On retrouve ces mêmes résultats dans les travaux de Barth, Caprio et Levine (2001) qui expliquent que la présence d'une assurance dépôt est fortement liée à l'exposition des pays au risque de crise bancaire. Ils concluent qu'un tel régime d'assurance dépôt a tendance à augmenter le problème d'aléa moral et à fragiliser le secteur bancaire. Cet effet néfaste de l'assurance dépôt est atténué grâce à un cadre réglementaire et une supervision bancaire solide.

En présence d'assurance dépôt, les déposants ont moins tendance à contrôler leurs banques. Cela augmente la probabilité de prise de risque excessive de la part de ces dernières. L'assurance dépôt peut donc être un bon moyen pour assurer la confiance des consommateurs et la stabilité des secteurs bancaires. Néanmoins, dans le cas d'une présence très répandue de problèmes d'aléa moral dans le système bancaire, l'efficacité de l'assurance dépôt dépend alors fortement de la présence d'un cadre rigoureux de réglementation et de supervision bancaire.

1.1.2. **Le prêteur en dernier ressort « PDR » :**

Le prêteur en dernier ressort est une deuxième forme de filet de sécurité assuré par des institutions telles que la banque centrale ou d'autres autorités indépendantes. Ces institutions interviennent pour assister les banques faisant face à des problèmes de liquidité ou de solvabilité qui les empêchent d'honorer leurs obligations. Dans le cas où le marché interbancaire ne peut prêter aux banques en difficulté, la banque centrale intervient pour assister les banques défaillantes. La fonction de prêteur en dernier ressort est généralement assurée par la banque centrale qui est dotée du pouvoir de création de la monnaie. Ainsi, la fragilité de la banque face aux chocs et la nature du risque systémique qu'elle encoure peuvent avoir un effet néfaste sur la stabilité de l'ensemble du secteur bancaire. Pour mettre fin à la propagation de ces risques (phénomène de contagion ou effet domino), le prêteur en dernier ressort peut ainsi venir en aide aux banques leur permettant de faire face aux problèmes de liquidité et d'éviter qu'une faillite isolée ne débouche sur une crise systémique.

Selon Humphrey (1989), le concept du prêteur en dernier ressort (PDR) a été introduit au début du XIX^e siècle par Thornton (1802) et Walter Bagehot (1873). Selon ces auteurs, le PDR permet d'éviter une situation de panique bancaire. En annonçant sa politique *ex ante*, les PDR confirment la volonté de la banque centrale d'agir automatiquement en situation d'illiquidité et de stabiliser les anticipations. Ceci aura tendance à rassurer les déposants des banques. Toutefois, l'annonce d'une intervention automatique du prêteur en dernier ressort visant à restaurer la confiance sur le marché en cas de crise de liquidité, n'incite pas les banques à maîtriser leurs risques de façon optimale. Rassurées par la présence du prêteur en dernier ressort, les banques peuvent se permettre une prise de risque excessive. Ce problème d'aléa moral a été remarqué dans le cas du principe du « *Too Big To Fail* ». Les prêteurs en dernier ressort estiment qu'ils sont obligés d'intervenir auprès des grandes banques qui font face à des problèmes de liquidité et de solvabilité. Cette distinction est due au fait que la faillite d'une grande banque peut avoir des effets néfastes et des coûts plus élevés en comparaison avec les banques de taille normale.

Ainsi, une incertitude quant à l'intervention du PDR en cas de crise de liquidité pourrait être une solution à ces problèmes d'aléa moral. Les banques, ne sachant pas si elles seront sauvées ou pas par un PDR en cas de crise de liquidité, sont moins tentées de prendre des risques excessifs. Toutefois, une trop forte incertitude quant à l'intervention du PDR pourrait être

dommageable. En effet, en l'absence d'intervention explicite, les agents économiques seront pris de panique dès les premiers signes négatifs perçus s'ils ne sont pas confiants quant aux opérations entreprises par leurs banques. La banque devra dans ce cas faire face à une situation de retrait massif de fonds. La méthode à préconiser serait donc une situation de juste milieu permettant à la fois la restauration de la confiance et la prévention contre l'aléa moral.

On en conclut donc que le filet de sécurité, qui vise à venir au secours des institutions bancaires en cas de faillite et à restaurer la confiance des consommateurs dans leurs banques, peut lui-même présenter une source de fragilité bancaire et de crises en l'absence d'un cadre de réglementation et de supervision adéquat. En effet, une telle réglementation permettrait d'avoir un contrôle sur l'activité de la banque en présence de filet de sécurité, de pénaliser les banques en cas de déviance ou de prise de risque excessive et d'assurer leur stabilité.

Bien que les banques soient en général des institutions marchandes et que les banquiers soient libres de prendre de nombreuses décisions dans leurs activités quotidiennes, la stabilité des banques est néanmoins traitée comme une question d'intérêt public. Afin d'atteindre un tel objectif, il est donc indispensable que les banques soient dotées d'un cadre réglementaire solide. Cette réglementation diffère d'un pays à un autre. Une différence principale réside dans la liberté accordée aux banques de poursuivre certaines activités. Il existe en effet des arguments contradictoires suggérant qu'un régime de réglementation plus ou moins laxiste peut assurer la stabilité du secteur bancaire. D'un côté, le relâchement des restrictions sur les activités bancaires peut encourager une prise de risques excessive de la part des banques qui élargiraient une certaine gamme d'activités bancaires. D'un autre côté, il peut augmenter les opportunités de diversification de la banque et donc réduire la prise de risque.

Section 2 : Les instruments de la régulation bancaire

De par la nature même des services qu'elles proposent, les banques possèdent une structure de capital fragile. Cette dernière est sujette à des risques multiples pouvant déboucher sur des faillites bancaires très coûteuses pour l'économie. Les décideurs politiques doivent donc prendre des mesures qui leur permettent de préserver un système bancaire sain. Ces dernières doivent principalement assurer une meilleure allocation des capitaux et une prise de risque moindre de la part des banques, réduisant ainsi les risques de faillite bancaire pouvant mener à des crises. Allen et Herring (2001) distinguent différents types de régulations

bancaires. Ces dernières ciblent quatre objectifs principaux: prévenir les risques systémiques, protéger les investisseurs, accroître l'efficacité et améliorer le bien-être social. En poursuivant l'objectif de la prévention du risque systémique, la réglementation pourrait assurer la stabilité du secteur bancaire dans sa totalité. Le processus de réglementation bancaire se compose de deux étapes: la réglementation et la supervision [Mariana Sousa, 2007]. En effet, les régulateurs commencent par fixer les limites du régime réglementaire en adoptant un ensemble de législation primaires et secondaires¹⁵, constituant la phase « de réglementation ». Ensuite, durant la phase de mise en œuvre ou « phase de supervision », les superviseurs bancaires veillent à ce que les exigences énoncées par les normes et les lois définies au départ soient respectées par les banques.

Pour assurer la stabilité des banques, différents instruments de réglementation sont alors utilisés. Avant de définir ces instruments de réglementation bancaire, nous commençons par un point nécessaire à la mise en place d'une banque à savoir l'agrément. L'exigence d'agrément ou d'autorisation est un principe universel applicable à toute nouvelle banque. En effet, nul ne peut offrir des services bancaires sans avoir reçu la permission des autorités gouvernementales. Dans le cas d'une banque, l'agrément diffère de celui des autres institutions puisqu'il fait l'objet d'une réglementation et d'une surveillance constante. Son but est de protéger à la fois le secteur financier et les consommateurs. L'agrément sert aussi de barrière de contrôle à l'entrée dans le secteur. Ainsi, seules les institutions qui répondent à certains critères seront autorisées à opérer comme des banques. L'agrément des établissements bancaires a donc pour objectif la création et le développement d'un système bancaire et financier efficace. Cette licence ou agrément représente la première étape vers un contrôle bancaire efficace, car elle détermine la qualité des banques qui participent aux marchés. Une fois installée, la banque doit se conformer à certaines règles ou exigences de conduite et sera donc soumise à un contrôle constant. Ce dernier se fait « sur place ou sur pièce » par l'autorité de supervision bancaire. Il a pour objectif de vérifier si les règles fixées au départ sont bien respectées.

La réglementation bancaire varie beaucoup d'un pays à un autre. Néanmoins, certains instruments ou objectifs de la réglementation et de la supervision bancaire restent communs à la

¹⁵ La législation primaire comprend toutes les lois bancaires, les décrets ou les autres normes qui exigent l'approbation du parlement et / ou du Président. La législation secondaire comprend les règles et les normes édictées directement par la Banque centrale et / ou les autorités de supervision bancaire.

majorité des juridictions. Ces objectifs ont fait l'objet des différentes propositions faites par le Comité de Bâle. Ces propositions reposent sur trois principaux piliers : l'exigence minimale en fonds propres (pilier 1), la surveillance prudentielle (pilier 2) et la discipline de marché à travers l'exigence en matière de communication interne (pilier 3).

2.1. Les exigences minimales en fonds propres et la surveillance prudentielle

Les exigences de fonds propres permettent aux autorités de contrôle de déterminer la capacité des banques à faire face aux pertes imprévues. Les banques doivent donc respecter ces exigences pour pouvoir couvrir les éventuels risques générés par leurs activités (risque de crédit, risque opérationnel et risque de marché). Cette restriction permet de réduire le risque de faillite bancaire en atténuant les éventuelles pertes et incite aussi à une gestion prudente des risques.

Ainsi, les exigences en capitaux traitent principalement le problème de l'engagement des banques dans des investissements risqués. En présence d'une assurance dépôt, ces problèmes d'aléas de moralité sont bien connus dans le secteur bancaire. En effet, les banques peuvent choisir le placement de leurs actifs dans des portefeuilles risqués qui généreraient des bénéfices importants en cas de succès. En cas de perte, l'assurance dépôt évite aux banques d'importants problèmes de liquidité et de solvabilité.

Afin de s'assurer du respect des exigences réglementaires en capital et de l'adéquation de ces exigences avec le risque qu'elles prennent, les banques ont la responsabilité et le devoir de mettre en place un système de contrôle interne visant à maintenir un niveau de capital jugé approprié. C'est le processus d'évaluation du capital interne ou *internal capital adequacy assessment process* (ICAAP). Par la suite, un contrôleur bancaire intervient pour confronter sa propre analyse du profil de risque de la banque avec l'évaluation faite par la banque elle-même. Il s'agit de l'étape de surveillance et d'évaluation prudentielle ou *supervisory review and evaluation process* (SREP). L'autorité de contrôle a donc le dernier mot et impose, en cas de besoin, des exigences supplémentaires à la banque.

Selon le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, BCBS¹⁶(1998a), et suite à d'importantes pertes subies par plusieurs banques, il est de plus en plus important que ces dernières aient un contrôle interne sain. En effet, un tel système d'évaluation interne des risques aurait pu empêcher l'apparition de ces problèmes ou permettre de les détecter, limitant ainsi les dommages causés aux banques. Le BCBS (1998a) définit le contrôle interne comme « *un processus mis en œuvre par le conseil d'administration, la direction générale et tout le personnel. Ce n'est pas seulement une procédure ou une politique ponctuelle, mais il s'agit plutôt d'une opération appliquée en continu au sein de la banque. Le conseil d'administration et la direction générale sont responsables d'établir le cadre approprié permettant de faciliter le processus de contrôle interne et le suivi continu de son efficacité* » (pages 6-7).

Les principaux objectifs du processus de contrôle interne sont les suivants :

1. Efficience et efficacité des activités (objectif de performance).
2. Fiabilité, exhaustivité et rapidité de la diffusion des informations financières et de la gestion (objectif d'information).
3. Conformité avec les lois et les règlements applicables (objectifs de conformité).

Un contrôle interne efficace fournit aux banquiers et aux examinateurs l'assurance que les opérations bancaires sont efficaces et efficaces, que les opérations inscrites sont exactes, que les rapports financiers sont fiables, que les systèmes de gestion de risques sont pertinents et que la banque respecte les lois et réglementations bancaires, les politiques internes, et les procédures internes. (Comptroller's handbook, 2001¹⁷)

2.2.Discipline de marché

Les exigences de communication financière viendraient compléter les deux premiers piliers de l'exigence minimale de fonds propres et de la supervision prudentielle. Des exigences de communication financière ont été mises en place, afin d'assurer un cadre transparent qui permet aux investisseurs d'être suffisamment avertis. Ces dernières consistent en une publication des données comptables et des informations qui permettent d'évaluer la qualité du portefeuille d'actifs de la banque. L'exigence de la transparence permet au marché d'avoir

¹⁶ The Basel Committee on Banking Supervision note BCBS.

¹⁷ Comptroller's Handbook (2001) Internal Control ;
Disponible en ligne: <http://www.Occ.Treas.Gov/Handbook/Intcntrl2.Pdf>

accès à des informations fondamentales concernant le champ d'application, le capital réglementaire, l'exposition aux risques, les processus d'évaluation des risques et l'adéquation des fonds propres. Les exigences de communication financière font l'objet du troisième pilier des accords de Bâle.

D'après le comité de Bâle sur le contrôle bancaire (BCBS, 2001), le Pilier 3 reconnaît que la discipline de marché peut renforcer le capital réglementaire et accroître les efforts de surveillance pour promouvoir la sécurité et la solidité des banques et des systèmes financiers. La discipline de marché est définie par le BCBS (1998b) comme l'exigence de transparence des banques à travers la divulgation publique d'informations fiables. Celles-ci permettraient une évaluation précise de la situation financière et de la performance d'une banque, de ses activités commerciales, de son profil de risque et de ses pratiques de gestion du risque.

En temps opportun, la banque doit divulguer, des informations qualitatives et quantitatives exactes, pertinentes et suffisantes qui permettent aux utilisateurs de faire une évaluation adéquate de ses activités et de son profil de risque. Il est également important que l'information divulguée soit basée sur des principes de mesure de solidité et que ces principes soient correctement appliqués (BCBS, 2001). Une telle exigence inciterait les banques à mener leurs activités de façon sûre et saine et à assurer une allocation efficace des ressources. A travers le respect de la discipline de marché, les banques solides sont récompensées pour leur gestion du risque et leur performance, tandis que les autres sont pénalisées par la hausse des coûts de financement. Ceci permet la détection précoce des faiblesses des banques avant qu'elles n'entraînent l'ensemble du système bancaire dans une crise. De ce fait, la discipline de marché incite les banques à gérer leurs risques avec prudence, réduisant ainsi le risque de la succession des faillites bancaires.

Les effets du pilier 3 sur la stabilité des banques a fait l'objet de plusieurs travaux académiques. Baumann et Nier (2003) mènent une étude portant sur l'efficacité de la divulgation d'information dans la diminution des prises de risque excessives par les banques. Pour ce faire, ils ont utilisé un échantillon de 729 banques dans 32 pays. Ils trouvent que la divulgation d'informations bancaires permet de discipliner les banques, de limiter la prise de risque et d'accumuler davantage de réserves de fonds propres. En effet, une telle prise de risque sera plus coûteuse au sein d'un système bancaire transparent. De même, Tadesse (2006) s'intéresse à la relation entre la divulgation de l'information et la stabilité du système bancaire

dans 49 pays pendant les années 1990. Il trouve que les crises bancaires sont moins abondantes dans les pays où la divulgation de l'information et la transparence sont plus réglementées. Plus précisément, les systèmes bancaires sont moins vulnérables aux risques de crises s'ils sont soutenus par des mécanismes de communication caractérisés par une divulgation d'informations complète et fréquente ainsi que des rapports crédibles et informatifs.

Cordella et Yeyati (1998) trouvent que la probabilité de déclenchement de crise est plus faible dans un secteur bancaire caractérisé par un niveau de divulgation d'information plus élevé. Toutefois, cet effet n'est possible que si la banque contrôle le niveau de risque de son portefeuille. Les auteurs expliquent qu'un niveau élevé de transparence sur les risques bancaires peut augmenter les faillites des banques. En effet, la divulgation d'un niveau de risque élevé (et non contrôlé) obligera les banques à augmenter le taux d'intérêt sur les dépôts et donc à payer davantage. Ainsi, la divulgation de l'information peut faire l'objet d'une mauvaise interprétation et entraîner une panique bancaire. Une telle panique peut engendrer un problème de confiance de la part des investisseurs des banques saines et toucher ainsi le système bancaire dans sa totalité. De ce fait, les exigences de communication financière, dont l'objectif est de maintenir la confiance des investisseurs, peuvent s'avérer coûteuses et négatives pour les banques.

La fiabilité de la divulgation d'informations de la part des institutions bancaires est dès lors fortement liée au respect des exigences réglementaires en capital et à une supervision efficace. Les trois piliers des accords de Bâle sont donc complémentaires. Les banques doivent veiller à l'assurance d'un niveau de capital adéquat pour diminuer leurs expositions aux risques.

Section 3 : Globalisation financière et crise bancaire : de la réglementation micro-prudentielle à la réglementation macro-prudentielle

3.1. Insuffisance du cadre réglementaire micro-prudentiel et rôle de la réglementation macro-prudentielle

La réglementation bancaire traditionnelle a pour principal objectif l'assurance de la stabilité des institutions bancaires prises séparément. Les économistes défendaient l'idée qui stipule que l'assurance de la stabilité individuelle des banques (réglementation micro-

prudentielle) peut aboutir à la stabilité du système bancaire dans son ensemble. Toutefois, la présence d'une réglementation bancaire traditionnelle n'a pas empêché la succession des crises bancaires ces dernières décennies. En effet, les crises ont eu lieu partout dans le monde indépendamment du niveau de développement du pays ou de l'efficacité de la réglementation. De ce fait, les économistes et les décideurs politiques se sont penchés sur la question de l'efficacité du système de réglementation et de supervision bancaire à savoir : pourquoi un tel cadre réglementaire n'a pas réussi à assurer la stabilité des systèmes bancaires des pays touchés par les crises ? Quelles sont les méthodes de régulation et de supervision les plus efficaces, qui permettent d'assurer la performance et la stabilité des banques et du secteur financier en général ?

Malgré une riche littérature portant sur les déterminants de la fragilité du secteur bancaire, il n'existe toujours pas de consensus sur la meilleure configuration possible de la régulation bancaire. Selon Santos (2000), cela s'explique par une *incompréhension de la relation entre la régulation bancaire et la faillite des marchés*, mais aussi par l'interaction des réglementations bancaires entre-elles.

Une littérature abondante est consacrée à l'explication des raisons et des conséquences des crises financières et bancaires ainsi qu'aux réformes proposées pour prévenir de tels risques. Ces réformes consistent principalement en un changement de la réglementation et des normes de surveillance. Toutefois, il s'est avéré au fil du temps que ces réformes étaient insuffisantes pour éviter la succession des crises financières et bancaires dans le monde.

La Banque des règlements internationaux (BRI), le FMI et la Banque mondiale ont proposé une amélioration des pratiques de régulation et de supervision visant à renforcer la stabilité bancaire. Ces tentatives de changement du cadre réglementaire de la part des institutions internationales sont motivées par l'idée que, si tous les décideurs politiques dans tous les pays mettent en œuvre certaines pratiques de réglementation et de supervision, ceci peut permettre d'éviter les crises bancaires et leur propagation. Toutefois, les crises récentes que Freixas (2010) qualifie de *crises de régulation* soulignent l'échec de la réglementation bancaire à atteindre son objectif principal. Ainsi, ces crises ont mis en exergue la nécessité d'aller au-delà d'une réglementation micro-prudentielle. En effet, la régulation bancaire traditionnelle ne prend pas en compte les changements importants survenus suite à la mondialisation des marchés financiers. Ici, il s'agit de faire face à *un risque systémique* de plus en plus important.

Acharya (2009) explique que la responsabilité limitée des banques et la présence d'externalité négative des faillites bancaires sur la santé des banques saines entraînent un risque systémique. Les mécanismes de régulation tels que la politique de fermeture des banques ou les exigences minimales en capital qui se basent uniquement sur les risques propres à une banque donnée ne parviennent pas à atténuer le risque systémique et peuvent même l'accentuer. En effet, il s'est avéré que ni la discipline du marché ni la réglementation et la supervision des institutions financières ne sont suffisantes pour prévenir le risque systémique.

Des réformes du *cadre réglementaire international* s'avèrent indispensables afin de limiter la probabilité et l'impact de ce risque systémique. L'objectif de ces réformes est d'assurer la stabilité du secteur financier dans sa totalité et non celle des institutions prises individuellement. Les décideurs politiques se sont donc intéressés aux solutions complémentaires à la réglementation micro-prudentielle (traditionnelle). Il s'agit d'adopter une approche macro-prudentielle visant la maîtrise du risque systémique émanant de l'interconnexion entre les institutions financières et entre les marchés. Une telle politique macro-prudentielle peut être identifiée par son objectif (limiter le risque systémique ou le risque à l'échelle du système financier), par son champ d'analyse (le système financier dans son ensemble et ses interactions avec l'économie réelle), par l'ensemble des compétences et des instruments mis en œuvre et leur gouvernance [FSB, IMF et BIS¹⁸, 2011].

La réglementation macro-prudentielle cible deux dimensions du risque systémique : la dimension temporelle et la dimension transversale. Pour la dimension temporelle, la réglementation macro-prudentielle a pour but d'atténuer la pro-cyclicité du système financier. L'idée est donc d'identifier le risque qui peut émaner des interactions entre le système financier et l'économie réelle et qui peut conduire à une crise financière. Quant à la dimension transversale, l'objectif est de réduire la concentration du risque systémique qui peut découler d'une exposition simultanée des institutions financières au risque (à partir des avoirs, des engagements, de la dépendance à des services communs) ou du lien direct entre les bilans des institutions (risques de contrepartie). Il faut donc s'assurer que la protection individuelle des institutions soit en rapport avec leurs contributions au risque systémique [G30, 2010]. Selon Zhou (2010), ces deux dimensions du risque systémique ne sont pas gérées par la

¹⁸FSB, IMF et BIS: Financial Stability Board, International Monetary Fund et Bank for International Settlements.

réglementation micro-prudentielle. L’auteur avance que ces lacunes expliquent bien les raisons de l’échec de la réglementation micro-prudentielle à assurer à elle seule la stabilité du système financier. Une simple réglementation micro-prudentielle ne peut pas gérer cette évolution du comportement de prise de risque qui aboutit d’une part à un problème de pro-cyclicité (dimension temporelle) et d’autre part à un problème d’interconnexion entre les banques (dimension transversale), pouvant ainsi mener à une crise bancaire.

Les travaux ayant traité les limites de la réglementation micro-prudentielle ont souligné le rôle complémentaire que pourrait avoir une réglementation macro-prudentielle. Une étude menée par la Bank of England (2009) explique que « *La politique macro-prudentielle est l’ingrédient manquant au cadre réglementaire récent. Ces dernières décennies, il y avait un très grand écart entre la politique macroéconomique et la réglementation des institutions financières individuelles. Si la politique macro-prudentielle avait été mise en place afin d’accroître la résistance aux chocs du système financier et de modérer l’abondance de l’offre de crédit à l’économie, et surtout au système financier, les crises auraient été moins coûteuses* ». Cette étude souligne donc l’idée que l’inefficacité partielle de la réglementation bancaire traditionnelle aurait joué un rôle non négligeable dans le déclenchement des crises financières et l’aggravation de leur coût. Dès lors, il est indispensable d’intégrer une dimension macroéconomique au cadre réglementaire traditionnel. Ceci permettra de prendre des mesures ciblant *les conditions cycliques de l’ensemble du système* afin d’atteindre l’objectif de la stabilité financière systémique [Blanchard *et al.* 2010].

Borio (2003) fait la distinction entre les deux approches micro-prudentielle et macro-prudentielle à travers leurs objectifs et leur caractérisation du risque (tableau 3-1). L’auteur identifie ainsi trois raisons principales expliquant la nécessité de compléter la régulation existante par une dimension macro-prudentielle. Premièrement, les objectifs que cible une approche macro-prudentielle englobent ceux de la réglementation micro-prudentielle. Deuxièmement, le renforcement de l’orientation macro-prudentielle va dans la direction d’une meilleure performance économique. Troisièmement, les facteurs à l’origine de l’instabilité financière ne peuvent être maîtrisés par une simple approche micro-prudentielle. L’approche macro prudentielle défini par Borio (2003) reconnaît donc les effets de l’équilibre général expliqué plus tard par Hanson *et al.* (2011). Contrairement à l’approche micro-prudentielle qui assure la stabilité des institutions financières individuelles et vise donc un équilibre partiel, ces

auteurs trouvent qu'une approche macro-prudentielle reconnaît l'importance de l'équilibre général et des expositions communes entre les institutions.

Tableau 3-1 Perspectives macro et micro-prudentielles

	Réglementation macro-prudentielle	Réglementation micro-prudentielle
Objectif immédiat	Limiter les crises financières systémiques.	Limiter les difficultés individuelles des institutions.
Objectif ultime	Eviter les coûts macroéconomiques liés à l'instabilité financière	Protéger des consommateurs (investisseurs et déposants)
Caractérisation du risque	Considéré comme dépendant du comportement collectif. (Endogène)	Considéré comme dépendant du comportement des individus. (Exogène)
Corrélations et expositions communes entre les institutions	Importantes	Sans objet
Calibrage du contrôle prudentiel	En termes de risque systémique : TOP-DOWN	En termes de risques propres à chaque institution : BOTTOM-UP

Source : Borio(2003)

Les autorités de contrôle se sont de plus en plus intéressées à l'élaboration d'un cadre réglementaire macro-prudentiel. Pour ce faire, ils proposent des instruments visant le comportement des prêteurs (tel que les provisions dynamiques, le capital réglementaire, etc.) le comportement des emprunteurs (ratio contra cyclique : LTV, DTI¹⁹) et les mouvements des capitaux.

3.2. Les outils macro-prudentiels

Afin de mener une politique macro-prudentielle efficace, les régulateurs ont besoin d'un arsenal d'outils leur permettant d'atteindre leurs objectifs, à savoir la stabilité du secteur financier dans sa totalité et la maîtrise du risque systémique. Selon FSB, IMF et BIS (2011), les outils qui sont considérés comme macro-prudentiels sont ceux qui ciblent expressément et spécifiquement le risque systémique et qui doivent être soutenus par des accords de gouvernance relatifs au choix du cadre institutionnel permettant de mener à bien une telle politique de régulation (mandat clair et assurance d'un certain degré d'indépendance

¹⁹LTV : Loan To Value ou Ratio Dette/ Revenu et DTI : Debt To Income ou Ratio Prêt/Valeur

opérationnelle et de responsabilisation). Une politique macro-prudentielle doit compléter et non pas substituer à une politique micro-prudentielle et macroéconomique.

Parmi les outils de la réglementation macro-prudentielle, on distingue des instruments « fixes » et des instruments « variables » (cycliques). Les instruments variables sont ceux dont l'utilisation varie selon le cycle économique. A l'inverse les instruments fixes sont ceux qui ne varient pas tout au long du cycle.

Selon les G30 (2010), l'approche variable consiste à utiliser des outils tels que les fonds propres contra-cycliques dont les paramètres varient en fonction des indicateurs macro-prudentiels et fluctuent avec le cycle économique. Ces outils s'ajustent soit automatiquement, soit par l'intervention d'un superviseur macro-prudentiel afin de modifier la réglementation. Le recours à ces outils variables vise à diminuer la tendance pro-cyclique et le risque de réseau²⁰ qui augmentent avec le cycle économique. Quant à l'approche fixe, elle concerne des instruments tels que le ratio de levier et le ratio de liquidité de base (*core funding ratio*). De tels instruments ne nécessitent pas d'ajustement et ont pour objectif de permettre au système financier de faire face au risque systémique à tout point du cycle économique. En outre, ces outils macro-prudentiels fixes peuvent jouer un rôle pour contrecarrer le risque de réseau en exigeant l'utilisation de chambre de compensation centrale pour certaines transactions, mais aussi en régulant l'activité des teneurs de marché. Cependant, même dans le cas d'outils macro-prudentiels fixes, il est nécessaire pour un superviseur de revoir les modalités et l'application de telles règles pour s'assurer de leurs pouvoirs d'atteindre les objectifs escomptés.

Siregar et Lim (2011) expliquent que les instruments macro et micro-prudentiels sont liés. Le but ultime des instruments macro-prudentiels est d'adapter les outils micro-prudentiels existants au risque systémique. En général, les mesures macro-prudentielles peuvent être classées en trois principaux groupes. Le premier groupe concerne les mesures basées sur le prix et la quantité visant à limiter l'expansion du crédit. Les réserves obligatoires et les plafonds de crédit sont des mesures typiques à ce premier groupe. Le deuxième groupe vise à assurer la qualité des prêts. Dans ce cas, les mesures types sont le ratio des crédits accordés sur la valeur des biens financés (LTV- Loan To Value) et le ratio dette sur revenu (DTI – Debt To Income) qui permettent de limiter les problèmes d'asymétrie de devises (*currency mismatch*) et

²⁰ Le risque de réseau est issu de la forte interconnexion entre les bilans des intermédiaires.

d'améliorer la disponibilité de l'information sur les crédits. Le troisième groupe de mesures vise à renforcer la résilience du système bancaire aux chocs sur le bilan (à la fois du côté actif et du côté passif). Il s'agit de l'utilisation d'instruments telles que les exigences de fonds propres, les règles de la composition et/ ou des types d'emprunts étrangers, etc.

Dans une étude portant sur le cadre et les instruments de réglementation macro-prudentielle, le CGFS²¹(2010) distingue les instruments macro-prudentiels selon les sources de vulnérabilité du système financier, à savoir le niveau d'endettement, la liquidité ou le risque du marché et l'interconnexion des institutions financières.

De même, une étude menée par la Bank of England (2011) reprend la classification des outils macro-prudentiels faite par le comité de politique financière(FPC)²² (2011).En effet, pour lutter contre les différents aspects du risque systémique, le FPC a besoin d'instruments macro-prudentiels adaptés. Il identifie alors trois types d'instruments macro-prudentiels: les instruments qui agissent sur les bilans des institutions financières, les instruments qui ciblent les termes et les conditions des prêts et les instruments qui influencent la structure du marché. Ci-dessous, nous passons en revue la classification faite par le FPC.

- Outils visant les bilans des institutions financières :

(1)*Les volants de fonds propres contra-cycliques* : cet outil présente les réserves variables dans le temps au-delà des exigences minimales de fonds propres bancaires. (2) *Les exigences de fonds propres au niveau sectoriel* : les réserves de fonds propres contra-cycliques permettent de faire face à l'accumulation des risques dans des secteurs particuliers. Ces exigences de fonds propres sectorielles offrent une approche plus ciblée. (3) *Des ratios de levier maximum* utilisés pour plafonner le ratio des actifs sur fonds propres bancaires. (4) *Le provisionnement dynamique*: il s'agit d'un instrument visant à couvrir le risque de crédit inhérent à l'activité de prêt. Les banques sont tenues de détenir des provisions supplémentaires pour couvrir les pertes probables sur les crédits. Pour ce faire, elles doivent anticiper, à un stade précoce, le coût des risques encourus. Elles peuvent ainsi intégrer ces coûts anticipés dans ces conditions de crédit.

²¹ Committee on the Global Financial System (Comité sur le Système Financier Global).

²²Dans le cadre du plan de réforme du cadre réglementaire au Royaume Uni, il y a eu la création du comité de politique financière (FPC : Financial Policy Committee). Cette dernière est chargée de la surveillance de la stabilité et de la résilience du système financier britannique.

(5) *Restrictions relatives aux distributions des bénéfices* : utilisées pour limiter la proportion des bénéfices distribuables payés aux actionnaires ordinaires par le biais des dividendes et des rachats d'actions et aux employés par la rémunération discrétionnaire. L'objectif de cet outil est d'inciter les banques à élever le niveau du capital. La banque doit donc conserver une part plus grande des bénéfices en tant que capital en limitant la distribution des bénéfices aux actionnaires ou au personnel.

- Outils qui influent sur les termes et les conditions des nouveaux prêts :

(1) *Ratio « loan to value » et « debt to income »* : le ratio LTV, ou rapport entre le prêt et la valeur de marché de l'actif financé, limite l'extension du crédit au-delà d'une fraction particulière de la valeur de la garantie de logement. La restriction sur le ratio DTI, ou dette sur revenu, renforce la résilience des banques, dans la mesure où un niveau élevé de ce ratio est fortement corrélé avec une plus grande probabilité de risque de défaut. (2) *L'exigence en matière de marge sur les financements garantis et les transactions sur les produits dérivés* : cet outil permet de limiter la procyclicité de la liquidité de marché en période de mauvaise conjoncture.

- Outils agissant sur la structure du marché :

(1) *L'utilisation de contreparties centrales (CPC) ou chambre de compensation* : l'exigence de contreparties centrales pour certaines transactions financières peut jouer le rôle de coupe-circuit, diminuant ainsi le risque de l'effet domino (effet de contagion). Le rôle de la fonction des CPC a été défini dans le rapport annuel de la BRI (2011) comme suit : « Une contrepartie centrale s'interpose entre les deux contreparties initiales, et donc les isole l'une de l'autre en cas de défaillance de l'une d'entre elles. Elle réduit ainsi l'interdépendance des établissements financiers », (page 75). (2) *Conception et utilisation de systèmes de plateforme de négociation* : cet outil sert à réduire la volatilité extrême et les chocs de liquidité en améliorant la transparence et la mise en œuvre des coupe-circuits. (3) *Les exigences de divulgation* : assurer la transparence et la divulgation des informations permettra une meilleure discipline du marché.

Ainsi, pour faire face au risque systémique, les pays utilisent une variété d'instruments de régulation liés au capital, à la liquidité et au crédit. Ces instruments macro-prudentiels sont soit des nouveaux outils développés spécialement pour atténuer le risque systémique, soit des outils

qui existaient déjà et qui ont été revus pour prendre en compte la dimension systémique du risque. Le choix de ces instruments dépend du degré de développement économique et financier des pays, de leur régime de change et de leur vulnérabilité à certains chocs. Plusieurs critères de choix ont été proposés dans la littérature.

Lim *et al.* (2011) expliquent que les objectifs poursuivis par les instruments macro prudentiels utilisés doivent être cohérents avec les objectifs des politiques publiques monétaires, budgétaires et micro-prudentielles. Selon les auteurs, le niveau de développement économique et financier joue un rôle dans la sélection des instruments adéquats. De même, ce choix peut être influencé par les régimes de change adoptés. En effet, les pays ayant un régime de change fixe seront plus exposés à un risque de croissance rapide de crédit alimenté par l'entrée de capitaux internationaux. Dès lors, ces pays optent pour des instruments macro-prudentiels liés à la gestion du risque de crédit (exemple : LTV). Les auteurs trouvent aussi que ce choix dépend de la nature des chocs auxquels les pays font face. Par exemple, dans les pays émergents, les entrées de capitaux sont considérées comme un choc ayant un impact important sur le secteur financier. Ces pays choisissent l'utilisation d'instruments permettant de contrer et de réduire la croissance rapide des crédits.

Le choix de l'outil macro-prudentiel adéquat dépendrait aussi de l'origine de l'instabilité systémique à laquelle un pays peut faire face [Blundell-Wignall *et al.* 2013]. Pour agir sur le bilan des institutions financières, où le risque de liquidité et de solvabilité serait à l'origine du risque systémique, il faudrait utiliser des instruments tels que les réserves de fonds propres contra-cycliques, les exigences additionnelles de fonds propres, l'adoption de mesures comme le plafonnement du ratio « *Loan to deposit* », le ratio de couverture de liquidité (*LCR* ou *Liquidity Coverage Ratio*), le ratio de financement stable (*NSFR* ou *net stable funding ratio*) et le provisionnement dynamique.

Le Comité Européen du Risque Systémique (CERS) (2013)²³ propose une démarche à suivre pour la mise en place d'une politique macro-prudentielle et le choix des instruments de régulation adéquats. Afin d'atteindre l'objectif ultime de la réglementation macro-prudentielle,

²³ Comité européen du risque systémique (2013) *Recommandation CERS 2013/1 du Comité européen du risque systémique du 4 avril 2013 sur les objectifs intermédiaires et les instruments de la politique macroprudentielle (JO C 170 du 15.6.2013, p.1)*. Disponible sur le site du Comité européen du risque systémique : www.esrb.europa.eu

à savoir l'assurance de la stabilité du système financier dans sa totalité, il est indispensable de définir des objectifs intermédiaires. Dès lors, le CERS identifie cinq objectifs intermédiaires principaux : (1) Prévenir une croissance excessive des crédits et de l'endettement, (2) Prévenir un niveau excessif de « maturity mismatch » (asymétrie des échéances) et des problèmes de liquidité touchants les institutions financières, (3) Limiter la concentration des expositions directes et indirectes (interconnexion des établissements et risque de contagion) ; (4) réduire les incitations à la prise de risque excessive et à l'aléa moral, (5) Renforcer la résilience des infrastructures financières. L'identification des objectifs intermédiaires à atteindre ou de la source du risque systémique à cibler permet aux régulateurs de choisir les outils macro-prudentiels adéquats.

Ainsi, l'efficacité de l'adoption d'une politique de régulation macro-prudentielle dépendrait de l'identification de l'origine du risque et du choix des instruments adéquats. Pour ce faire, il est indispensable de mettre en place un cadre de gouvernance approprié prenant en charge la politique macro-prudentielle.

3.3.La gouvernance du macro-prudentiel

Les questions principales que l'on se pose concernant le cadre institutionnel de la politique macro-prudentielle sont les suivantes: Quel est l'organisme qui se charge de l'évaluation du risque ? Cet organisme est-t-il indépendant? Quel rôle joue la banque centrale dans la réglementation macro-prudentielle?

Dans chaque pays, il devrait y avoir un organe explicitement responsable de la réglementation macro-prudentielle. Ce dernier devrait être équipé de moyens lui permettant de surveiller et d'évaluer le risque d'instabilité financière et d'avoir par la suite le pouvoir de prendre les mesures appropriées pour atténuer ce risque. A une époque où la réglementation macro-prudentielle devient indispensable, les pays devraient réadapter le cadre institutionnel afin d'y intégrer une politique macro-prudentielle et de la développer dans le but d'assurer la stabilité financière. La question qui se pose est donc de savoir si cette fonction sera confiée à la banque centrale, aux organismes de réglementation financière qui existent déjà, ou à une nouvelle institution.

Selon FSB, IMF et BIS(2011), le cadre institutionnel macro-prudentiel se base sur cinq points principaux: (1) Le mandat macro-prudentiel puisqu'il est important de fournir des objectifs

clairs, des responsabilités et du pouvoir aux agences chargées de la politique macro-prudentielle, (2) Le pouvoir de collecte d'information et de prise de décision, (3) La garantie de la responsabilisation, à savoir la transparence et la communication claire des décisions politiques des agences mandatées, (4) La composition des organes de décision et (5) Les mécanismes de coordination et de cohérence des politiques nationales puisque les agences mandatées doivent assurer la coordination de la politique macro-prudentielle avec les politiques micro-prudentielles, monétaires et budgétaires.

Nier *et al.* (2011) détaillent les différents modèles institutionnels de la politique macro-prudentielle. Pour délimiter les modèles identifiés, les auteurs se basent sur cinq dimensions clés, à savoir :

- Le degré d'intégration institutionnelle de la banque centrale et des agences dans la fonction de réglementation financière : l'idée est de voir si la régulation du marché financier est assurée exclusivement par la banque centrale, par la banque centrale et les agences de réglementation ou seulement par les agences de réglementation.
- L'institution responsable de la politique macro-prudentielle : les auteurs mettent l'accent sur l'institution chargée de limiter le risque systémique. L'institution mandatée peut être la banque centrale ou un comité de décideurs en relation avec la banque centrale. Le mandat peut aussi être détenu par un comité indépendant ou partagé entre plusieurs agences.
- Le rôle du Trésor public qui peut être actif, passif ou inexistant. Il est actif s'il joue un rôle prépondérant dans la prise de décision et les comités de coordination. Il est passif si le Trésor public participe à de tels comités sans qu'il soit décisif. Et il peut être complètement inexistant.
- La séparation institutionnelle entre la décision politique et son implémentation : la question se pose lorsque la décision politique et son implémentation sont prises en charge par plusieurs organes ou institutions, dans le cas où le mandat est accordé à plusieurs agences ou qu'il y a juste une intégration partielle ou inexistante de la banque centrale.
- L'existence d'un organisme distinct de coordination des politiques : ce cas de figure n'a pas lieu d'être en cas d'existence d'un seul organe mandaté et chargé de la prise des décisions et de leurs applications.

À partir de ces cinq dimensions, les auteurs arrivent à dégager sept modèles institutionnels englobant tous les cas de figure possibles de la gouvernance macro-prudentielle. Lim *et al.*

(2013) s'appuient sur le modèle de gouvernance proposé par Nier *et al.* (2011) pour définir le cadre institutionnel macro-prudentiel adopté par les pays d'Asie. Les auteurs trouvent que la banque centrale est la principale agence en charge de la politique macro-prudentielle dans le cas de la Malaisie, des Philippines, de Singapour et de la Thaïlande. Ils expliquent qu'une telle disposition a l'avantage de faciliter la circulation de l'information et l'utilisation de l'expertise de la banque en termes d'analyse et de communication. Toutefois, cette configuration peut présenter un conflit entre la fonction monétaire et la fonction prudentielle de la banque centrale.

Par ailleurs, il existe un deuxième cas dans lequel une institution indépendante de la banque centrale est responsable des décisions d'ordre macro-prudentiel. Cette institution peut être appuyée par un comité de coordination comme c'est le cas au Japon et en Corée, ou être la seule décisionnaire comme c'est le cas en Chine. Enfin, il existe une situation intermédiaire où le comité de coordination serait le premier organe mandaté à prendre les décisions de politique macro-prudentielle. Toutefois, la banque centrale joue un rôle clé dans la prise de décision comme c'est le cas à Hong Kong ou en Inde.

Selon la structure de supervision adoptée, Lim *et al.* (2013) expliquent que le cadre de stabilité financière en Asie peut être décrit par deux modèles. D'abord, un modèle où la supervision bancaire a lieu à l'intérieur de la banque centrale (CB model). Ensuite, un modèle où la supervision bancaire est effectuée en dehors de la banque centrale (SR ou *Separate regulator*). Les auteurs trouvent que les pays d'Asie ayant un modèle CB ont utilisé davantage d'instruments face au risque systémique que les pays ayant un modèle SR. Un modèle de gouvernance de type CB permet donc de faciliter la prise de décision.

De même, Luis *et al.* (2012) reprennent le modèle de Nier *et al.* (2011) et l'appliquent au cas des pays d'Amérique latine en prenant en considération les spécificités institutionnelles. Les auteurs évaluent ensuite le dispositif institutionnel pour la stabilité financière en Amérique latine. Ils distinguent deux groupes de modèles selon la structure institutionnelle et son degré d'intégration (de la fonction de réglementation bancaire et de la banque centrale): le « modèle Pacifique » (Colombie, Chili, Pérou, Costa-Rica et Mexique) et le « modèle Atlantique » (Argentine, Brésil et Uruguay).

Dans le modèle Pacifique, la supervision financière et la plupart des régulations sont confiées à des agences autres que la banque centrale. Sans aucun pouvoir de régulateur, la banque centrale

aura donc pour seule charge la politique monétaire. Dans le modèle Atlantique en revanche, la supervision et la régulation bancaire sont conduites par la banque centrale. Le tableau 3-2 retrace les résultats d'analyse de la gouvernance macro-prudentielle dans les pays d'Amérique Latine trouvés par Luis *et al.* (2012) en se basant sur le modèle de Nier *et al.* (2011).

Tableau 3-2 La gouvernance macro-prudentielle

	Modèle Pacifique		Modèle Atlantique	
Intégration institutionnelle	Pas d'intégration	Pas d'intégration	Intégration complète	Intégration partielle
Agence décisionnaire	Banque centrale (BC) et agence de supervision	BC et agence de supervision	Seulement la BC	La plupart du temps la banque centrale. Le Conseil monétaire national.*
Rôle du gouvernement	Actif	Actif*	Actif	non
	Partiel*	non		actif*
Séparation entre politique de décision / contrôle sur les instruments	Oui*	Oui*	Non	Non
	Non	Non		Oui*
Organe officiel de coordination	Oui	Pour partager l'information seulement.	Partielle (coordonnées avec le gouvernement).	Non
				Oui*
Pays	Chili, Costa Rica*, Mexique	Colombie*, Pérou	Uruguay	Argentine, Brésil*

Source: Luis et al. (2012)

Ainsi, il est nécessaire d'avoir un cadre institutionnel bien défini et une bonne gouvernance pour mener à bien la politique de réglementation macro-prudentielle. Les responsabilités et les pouvoirs d'application de la réglementation macro-prudentielle doivent être attribués à une autorité donnée. Cette autorité doit ensuite aligner ses objectifs et les instruments qu'elle utilise avec les objectifs de la réglementation macro-prudentielle.

Section 4 :Contrôle des capitaux : objectifs, efficacité et coût

Dans une ère de globalisation financière caractérisée par des mouvements importants des capitaux internationaux, les pays émergents et en développement ont vécu plusieurs épisodes de *boom-bust* ou d'afflux massif et de retrait soudain de ces capitaux. Dans la plupart des cas, cette dynamique des flux de capitaux internationaux est suivie par des crises bancaires. Le risque de crise est lié au caractère volatile des capitaux internationaux et à une forte interconnexion des systèmes financiers entraînant une propagation rapide des risques. De ce fait, le contrôle des capitaux constitue l'une des politiques de réglementation mise en place par les états et dont le principal objectif serait de faire face aux externalités négatives émanant de l'instabilité des flux de capitaux.

Le contrôle des capitaux n'est pas une nouveauté. En effet, une telle méthode de gestion a déjà été adoptée par plusieurs pays tels que le Chili, le Brésil et la Colombie depuis les années 1990. Aujourd'hui, il y a un retour important vers l'adoption du contrôle des capitaux suite à une succession de crises financières dans le monde. Ces dernières ont été fortement corrélées aux mouvements de capitaux internationaux[Jeanne, 2013]. Le contrôle des capitaux se définit comme une politique visant à agir sur le volume, la composition ou l'allocation des flux de capitaux privés. Une telle régulation viendrait à l'encontre d'une libéralisation financière complète des marchés financiers. Son objectif est d'assurer la stabilité des flux de capitaux entrants ou sortants du pays afin de diminuer l'instabilité financière et macroéconomique.

Ostry *et al.* (2011) définissent le contrôle des capitaux comme une politique limitant les échanges des capitaux entre les résidents et les non-résidents. Selon ces auteurs, le contrôle des capitaux a été mis en place pour stabiliser les flux de capitaux à court terme et pour donner aux décideurs politiques des instruments supplémentaires leur permettant de prendre des mesures de stabilisation macroéconomique plus efficaces et moins coûteuses. Le contrôle des capitaux peut aussi freiner les sorties de capitaux à long terme. Plus récemment, Ostry *et al.* (2012) expliquent que le contrôle des capitaux peut dépendre du type ou de la maturité des flux de capitaux (dettes, investissements de portefeuille ou investissements directs étrangers, et flux de court, moyen ou long terme). Les mesures typiques de contrôle des capitaux incluent les taxes sur les flux de capitaux des non-résidents, les exigences en réserves obligatoires non rémunérées sur ces capitaux, les limitations ou même les interdictions de licences, etc. Ces

mesures peuvent être appliquées à l'ensemble de l'économie ou à un secteur spécifique (généralement le secteur financier).

Selon Jeanne *et al.* (2012)²⁴, le contrôle des capitaux peut être considéré comme une politique macro prudentielle. Les auteurs expliquent que durant un *boom-bust* de crédit, la réglementation macro-prudentielle est contra-cyclique puisque le risque systémique augmente durant la période du boom de crédit et baisse durant la période d'effondrement de ce dernier. De la même façon, l'objectif du contrôle prudentiel des capitaux est de contrecarrer l'effet systémique déstabilisant du *boom-but* des flux de capitaux. A l'inverse, Pasricha (2012) explique que le contrôle des capitaux, de par son rôle principalement macroéconomique, ne peut être considéré comme une politique macro-prudentielle que s'il est appliqué pour maîtriser ou pour prévenir le risque systémique. Dès lors, une telle politique doit reposer sur des mécanismes de gouvernance qui assurent une utilisation efficace du contrôle des capitaux comme instrument macro-prudentiel. Ainsi, le contrôle des capitaux ou toutes autres mesures ayant pour objectif la gestion des mouvements des capitaux internationaux, n'est pas nécessairement macro-prudentiels.

Toutefois, dans certains pays, l'introduction du contrôle des capitaux a été motivée par le désir de faire face aux vulnérabilités systémiques liées à une croissance rapide des crédits domestiques. Ces derniers ont été alimentés par une entrée massive des capitaux. Dans ce cas, les motivations du contrôle des capitaux sont directement liées aux risques systémiques et l'on peut donc considérer cette politique comme macro-prudentielle. De même, Jeanne (2013) explique que dans le cas d'une économie recevant des capitaux étrangers (libéralisation des entrées des capitaux), le gouvernement peut réduire les prêts domestiques à un niveau socialement optimal²⁵ en imposant une taxe sur les emprunts étrangers (exemple : taxer les prêts des non-résidents aux résidents). Sachant que de telles taxes dépendent du lieu de résidence des prêteurs, il s'agit donc d'une politique de contrôle des capitaux (à l'instar de celle qui a été mise en place au Brésil en 2009). La taxe va augmenter le taux d'intérêt aux prêteurs étrangers de (r) à $(r + T)$. Selon l'auteur, une telle politique peut donc avoir le même effet sur les emprunteurs et les investisseurs qu'une taxe macro-prudentielle domestique. Ainsi, la mise en

²⁴ Jeanne, O., Subramanian, A., et Williamson, J. (2012). *Who Needs to Open the Capital Account?* Peterson Institute for International Economics, page 24.

²⁵ Le niveau qui augmente le bien être du consommateur.

place d'un contrôle des capitaux internationaux peut être considérée comme une politique macro-prudentielle pouvant agir sur le risque d'instabilité financière.

4.1. Les déterminants du contrôle des capitaux :

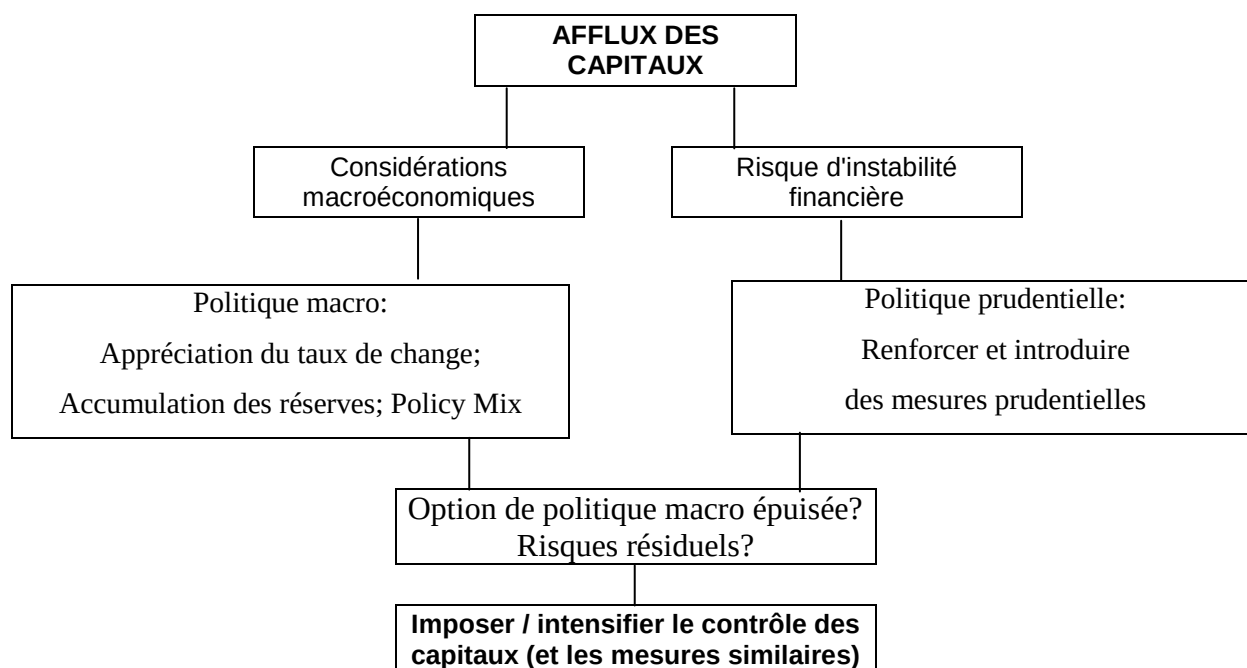
La décision d'imposer une politique de contrôle des capitaux dans un pays donné est motivée par un certain nombre de facteurs identifiés par la littérature, comme par exemple les craintes auxquelles font face les décideurs politiques [Binici *et al.* 2009, Grauwe 2000, Jinjark *et al.* 2013 et Magud et Reinhart. 2006]:

- *La peur de l'appréciation* : une entrée de capitaux provoque une pression à la hausse sur la valeur de la monnaie nationale, ce qui rend les producteurs nationaux moins compétitifs sur le marché international, portant ainsi atteinte aux exportations et à l'économie dans son ensemble.
- *La peur du « hot money »* ou des capitaux spéculatifs : l'injection de monnaie dans une petite économie peut provoquer des distorsions et éventuellement un retrait soudain des capitaux internationaux si les investisseurs étrangers quittent simultanément le pays hôte. Carvalho et Garcia (2006) abordent le problème des retournements brusques des capitaux étrangers et de la volatilité excessive du taux de change suite à la libéralisation financière internationale et associent une telle instabilité à la libre circulation des capitaux de court terme. Selon ces auteurs, une politique de contrôle des capitaux aurait donc pour principal objectif de limiter l'afflux des capitaux à court terme qui peut être à l'origine d'une *fuite des capitaux*. Selon Epstein (2005), une telle fuite des capitaux peut aussi être gérée par un contrôle sur les sorties des capitaux étrangers. En effet, les capitaux peuvent quitter rapidement le pays hôte suite au déclenchement d'une crise financière ou par effet de contagion engendrant ainsi des coûts considérables dans l'économie du pays hôte.
- *La peur d'une large entrée des capitaux* : une entrée massive des flux de capitaux peut être source d'importants déséquilibres macroéconomiques, de tensions inflationnistes et de bulles spéculatives. Ceci est valable aussi bien pour les capitaux spéculatifs que pour les autres types de capitaux plus stables. Ocampo et Palma (2008) trouvent que l'un des déterminants de la mise en place d'une politique de contrôle des capitaux est la peur de la formation d'une bulle d'actif. L'auteur souligne à titre d'exemple l'éclatement de ladite bulle comme le principal déterminant du déclenchement de la crise financière de 2008.

- *La peur de la perte de l'autonomie monétaire* : le triangle d'incompatibilité de Mundell suggère que l'on ne peut pas atteindre simultanément une politique monétaire autonome, la stabilité du taux de change et la libre circulation des capitaux. Afin de garantir la fixité du taux de change tout en gardant leur autonomie financière, il est donc important pour les économies de contrôler la libre circulation des capitaux. Jegourel *et al.*(2001) appuient aussi l'idée que l'autonomie de la politique monétaire est un facteur déterminant du choix du contrôle des capitaux. Ils expliquent qu'un tel objectif d'autonomie peut être atteint par les contrôles sur les entrées et/ou sur les sorties de capitaux. « *Quant aux contrôles sur les sorties de capitaux, ils ont pour objectif d'éviter une dépréciation de la devise en limitant le coût associé à une hausse des taux d'intérêt alors que les contrôles sur les entrées de capitaux visent à atténuer l'appréciation du change sans pour autant abandonner le contrôle de la masse monétaire*».

Pour Ostry *et al.* (2010), même si l'entrée des flux de capitaux dans les pays émergents et en développement permet une baisse des coûts de financement et signale la confiance des marchés dans les fondamentaux économiques des pays hôtes, un arrêt soudain de ces flux peut compliquer la gestion macroéconomique et engendrer des risques financiers importants (figure 3-1). Sur le plan macroéconomique, le risque est qu'un afflux des capitaux conduise à une appréciation du taux de change et nuise à la compétitivité du secteur commercial. Le principal risque de fragilité financière serait le fait que cet afflux de capitaux étrangers augmente le niveau d'endettement extérieur libellé en devise étrangère et alimente éventuellement les booms de crédits domestiques (notamment des crédits libellés en devises étrangères) et les bulles d'actifs (avec des effets négatifs importants dans le cas d'une inversion soudaine des capitaux internationaux). De telles préoccupations justifient l'imposition de contrôles sur les entrées de capitaux, non seulement en considérant les pays séparément, mais aussi en tenant compte de l'interconnexion entre eux (figure 3-1).

Figure 3-1 Faire face à l'afflux de capitaux : considérations macroéconomiques et prudentielles



Source: Ostry *et al.* (2010)

En mettant en place une politique de contrôle des capitaux, les décideurs politiques auraient donc pour principal objectif de maintenir la stabilité du secteur financier et bancaire et de diminuer l'exposition de l'économie aux chocs extérieurs et au risque de crise systémique qui en découle.

4.2. Les différents types de contrôle des capitaux

Le contrôle des capitaux peut être mis en place suivant plusieurs formes et méthodes. On distingue le contrôle des entrées et le contrôle des sorties de capitaux, mais aussi le contrôle basé sur les prix et celui basé sur la quantité.

4.2.1. Contrôle des entrées versus contrôle des sorties des capitaux

Généralement, les restrictions sur les entrées de capitaux mises en place par différents pays [Brésil (1993-1997), Chili (1991-1998), Colombie (1993-1998), Malaisie(1994), Thaïlande (1995-1997)] ont pour principal objectif de faire face aux effets de volume et de volatilité des capitaux entrants sur la stabilité macroéconomique des pays.

L'expérience des pays ayant procédé au contrôle sur les entrées de capitaux a remis en question l'efficacité d'une telle réglementation à atteindre son objectif de volume. En effet, un tel contrôle n'a pas réussi à diminuer le volume de l'afflux des capitaux vers les pays hôtes. Toutefois, on remarque un changement de composition des capitaux entrants vers ces pays. Ostry *et al.* (2010) trouvent que l'adoption d'une politique de contrôle sur les entrées des capitaux étrangers n'a pas contribué à la baisse du total des entrées des capitaux étrangers et ce en 1990 dans le cas du Brésil, du Chili et de la Colombie. Il en va de même pour l'épisode de contrôle instauré par la Colombie en 2007-2008. Concernant la composition des capitaux, les auteurs trouvent que le Chili et la Colombie ont enregistré une baisse des flux de dettes à court terme et une augmentation considérable du recours aux IDE. En diminuant la part de capitaux à court terme dans le total des entrées de capitaux et en privilégiant des capitaux plus stables, le contrôle des capitaux peut ainsi permettre aux pays hôtes de diminuer leur dépendance aux capitaux étrangers volatiles et donc leur exposition aux chocs extérieurs. Ainsi, en présence d'un afflux important de capitaux et afin de limiter l'appréciation du taux de change et la vulnérabilité aux crises qui en découlent, le contrôle sur l'entrée des capitaux viendrait compléter les politiques macroéconomiques et la réglementation prudentielle pour une meilleure gestion de ces capitaux.

Les restrictions sur les sorties de capitaux sont mise en place par les états (exemple : Malaisie : depuis 1998 et Thaïlande : 1997-1998) pour faire face aux fuites de capitaux lorsqu'une crise est déjà déclenchée ou en présence d'un important déficit dans la balance des paiements. Le contrôle de sortie de capitaux peut donc être curatif et/ou préventif.

Le « contrôle préventif » est mis en place quand un pays est confronté à un important déficit du compte extérieur, mais n'a pas encore subi une crise de change donc une dévaluation de sa monnaie [Edwards (1999)]. Ce contrôle préventif peut prendre plusieurs formes, y compris des taxes sur les fonds transférés à l'étranger, des taux de change double (avec un taux plus faible pour les transactions relevant du compte de capital) et l'interdiction pure et simple de transfert de fonds. L'idée est que ces mesures contribueront à ralentir l'assèchement des réserves internationales et à donner aux autorités le temps nécessaire pour mettre en œuvre des politiques correctives.

Quant au « contrôle curatif », Edwards (1999) et Krugman (1998) expliquent que les pays déjà confrontés à une crise peuvent opter pour un contrôle sur les sorties. Une fois mis en place, ce

dernier permet aux pays touchés par les crises d'avoir une marge de manœuvre pour réduire leurs taux d'intérêt et mettre en place une politique de croissance. Dans les pays en crise, le contrôle sur les sorties de capitaux donnerait au pays un temps supplémentaire pour restructurer leur secteur financier. Le principal objectif de ce contrôle, qu'il soit préventif ou curatif, est d'empêcher l'accès des spéculateurs à la monnaie domestique.

4.2.2. Contrôle de quantité (direct) VS contrôle de prix (indirect) des capitaux

Le contrôle des capitaux peut être classé en contrôle direct ou indirect et touche aussi bien les entrées que les sorties de capitaux. Le contrôle direct est associé à des mesures administratives telles que des interdictions directes et des limites explicites sur le volume des transactions. Par exemple, en 1998, la Malaisie a introduit une politique de contrôle direct des capitaux impliquant plusieurs restrictions quantitatives sur le commerce transfrontalier de sa monnaie et sur les transactions de crédit (Cardarelli *et al.* 2010). Le contrôle direct est donc un contrôle sur le volume des capitaux par l'intermédiaire de restrictions sur les quantités échangées et d'interdictions ou de contrôle des changes.

Quant aux contrôles indirects, ils consistent à taxer implicitement ou explicitement les flux de capitaux. Le contrôle indirect décourage les mouvements de capitaux en les rendant plus coûteux donc moins attractifs. En effet, ce type de contrôle diminue le rendement des actifs financiers domestiques détenus par les non-résidents ou des actifs financiers étrangers détenus par les résidents et décourageant ainsi ces investissements.

En 1991, le Chili était l'un des pays pionniers ayant utilisé un contrôle direct sur les capitaux en appliquant les exigences de réserves non rémunérées (URR ou *unremunerated reserve requirement* ou taxe chilienne) appelé aussi « Encaje ». L'URR a été l'une des méthodes de contrôle les plus fréquemment utilisées ces dernières années. Les institutions bancaires et non bancaires sont tenues de déposer à la banque centrale un montant temporaire, à un taux zéro, correspondant à une fraction de la valeur de l'opération. Ceci découragerait les entrées de capitaux à caractère spéculatif. L'URR a donc tendance à changer la composition des flux de capitaux en privilégiant les capitaux à long terme. Forbes (2007) souligne trois objectifs principaux visés par l'URR adopté en Chili : modérer l'appréciation du peso chilien afin de maintenir un prix d'exportation compétitif, réguler l'entrée des capitaux à court terme, en particulier auprès des banques et des investisseurs institutionnels et accroître la capacité de la

banque centrale à utiliser efficacement la politique monétaire en créant un écart entre les taux d'intérêt domestiques et étrangers.

Ainsi, le contrôle des capitaux peut être limité à l'entrée ou bien à la sortie de capitaux, comme il peut être imposé aux deux. On peut l'appliquer à toutes les formes des flux de capitaux ou bien de manière sélective. Son utilisation peut être curative, en réponse à une situation de crise particulière ou bien préventive. Le contrôle de capitaux peut aussi être imposé comme une politique macroéconomique à moyen terme ou comme une stratégie de développement à long terme. Les instruments et les modalités de mise en place du contrôle des capitaux peuvent donc changer d'un pays à un autre.

4.3. Coûts du contrôle des capitaux

Un mouvement important des capitaux internationaux dans le monde a encouragé le recours des économies au contrôle des capitaux. Dès lors, les travaux académiques ont mis la lumière sur l'efficacité et les coûts qui découlent de l'adoption d'une telle politique.

En effet, les pays ont adopté la politique du contrôle des capitaux pour mieux gérer un mouvement accru des capitaux internationaux. Une telle politique a pour objectif la diminution du volume des capitaux internationaux échangés, le changement de leurs compositions en encourageant des capitaux plus stable à plus longue maturité, la maîtrise du risque d'appréciation du taux de change, l'indépendance de la politique monétaire et la diminution de la vulnérabilité des pays aux crises financières.

La succession des crises financières, issues principalement d'un mouvement de capitaux de plus en plus important dans le monde, a révélé l'importance des solutions réglementaires face à ce problème de stabilité financière. Le FMI, précédemment défenseur de la libre circulation des capitaux, a changé de position en présentant le contrôle des capitaux comme une politique qui permet aux pays de faire face aux risques économiques et financiers issues d'un afflux important de capitaux internationaux.

Toutefois, l'efficacité d'une telle politique de contrôle des capitaux a été remise en question par plusieurs travaux académiques. Magud *et al.* (2011) trouvent qu'il est difficile de mener une étude comparative entre les pays pour évaluer l'efficacité de la politique de contrôle des capitaux. Cela s'explique par l'absence de cadre théorique analysant les conséquences macroéconomiques d'une telle politique. De même, il existe une hétérogénéité significative

entre les pays et dans le temps concernant les instruments de contrôle mis en œuvre. Une telle difficulté dans l'évaluation de l'efficacité de la politique de contrôle revient aussi au fait qu'il s'agisse d'un instrument unique avec plusieurs objectifs. Enfin, les auteurs expliquent que les résultats des études empiriques sont souvent dominés par la réussite de la Malaisie et du Chili dans l'adoption d'une telle politique. On ne peut donc pas généraliser l'effet positif du contrôle des capitaux à tous les pays.

Yoshitomi et Shirai (2000) passent en revue la littérature empirique qui porte sur l'efficacité du contrôle des sorties de capitaux. Ils en concluent que dans 70 % des cas étudiés, une augmentation des fuites de capitaux a été observée suite à l'imposition du contrôle préventif sur les sorties de capitaux. De même, suite à une étude sur l'efficacité du contrôle des sorties des capitaux pour un échantillon de 37 pays émergents, Saborowski *et al.* (2014) trouvent que ce contrôle n'est pas efficace. En effet, ils trouvent que la mise en place d'une telle politique diminue non seulement les capitaux sortant mais aussi et à plus grande mesure les capitaux entrant, augmentant ainsi le volume nets de ces derniers. Toutefois, les auteurs trouvent que l'efficacité du contrôle sur les sorties de capitaux dépend d'un certain nombre de conditions préalables comme des fondamentaux macroéconomiques solides et un bon cadre institutionnel.

Les travaux ayant appuyé l'efficacité du contrôle des capitaux ont trouvé que l'adoption d'une telle politique a permis le changement de la composition des capitaux internationaux en augmentant les échanges de capitaux plus stable. En revanche, l'objectif de volume que cible cette politique n'a pas été atteint [Cardenas et Barrera (1997) « *Colombie* », De Gregorio et al. (2000) « *Chili* », Montiel et Reinhart (1999) « *pays émergents* », etc.]. Cardoso et Goldfajn (1998) trouvent qu'une mise en place du contrôle des capitaux au Brésil a été efficace en termes de baisse de volume et de changement de composition des capitaux. Toutefois, la baisse du volume des capitaux en question est évaluée par les auteurs en utilisant une mesure nette et non brute (faisant la distinction entre les entrées et les sorties) des capitaux. De même, Abhakorn et Tantisantiwong (2012) expliquent que l'efficacité du contrôle des capitaux en Thaïlande est partielle. En effet, l'adoption de cette politique a permis un changement de la composition des capitaux internationaux et une baisse des flux nets de ces derniers mais échoue à ralentir l'appréciation du taux de change.

Parmi les coûts issus du contrôle des capitaux, on cite principalement l'augmentation des coûts d'opportunité, du coût de capital et des contraintes de financement. Imposer un tel contrôle peut priver les pays des avantages potentiels de la libéralisation financière (partage et diversification du risque, croissance économique, transfert technologique, etc.). Les pays exportateurs de capitaux, vont voir leurs rendements baisser après la mise en place d'un contrôle des capitaux. Quant aux pays importateurs, ils vont observer une baisse des investissements. Ariyoshi *et al.* (2000) expliquent que des restrictions de grande envergure sur le mouvement des capitaux peuvent aussi concerner des capitaux désirables. Les auteurs expliquent qu'il existe également un coût administratif non négligeable lié à la mise en œuvre effective du contrôle de capitaux. La protection du marché financier domestique par ce contrôle peut aussi s'avérer risquée puisqu'elle peut retarder les politiques d'ajustements nécessaires ou entraver l'adaptation du secteur privé à l'évolution des circonstances internationales.

En adoptant une approche microéconomique, Forbes (2005) identifie cinq principaux coûts du contrôle des capitaux. Il explique qu'une baisse de l'offre de capital étranger suite à l'imposition d'une telle politique augmente le coût et les contraintes de financement. Un contrôle sur les capitaux peut également réduire la discipline de marché et du gouvernement menant ainsi à une mauvaise allocation des capitaux. L'auteur souligne aussi le fait que les effets du contrôle de capitaux peuvent varier selon les différents types d'entreprises et selon les pays, reflétant ainsi les différentes distorsions économiques préexistantes. Enfin, il met aussi l'accent sur le coût administratif qui peut être important et ce indépendamment du niveau de développement institutionnel du pays. Forbes (2005) explique aussi que, contrairement aux grandes entreprises qui peuvent être en mesure d'échapper à certains effets des contrôles de capitaux, les petites et moyennes entreprises ont tendance à être disproportionnellement affectées. Ceci peut être particulièrement préjudiciable pour les marchés émergents où les petites entreprises peuvent être des moteurs importants de création d'emploi et de croissance. Ce résultat concernant les coûts microéconomiques du contrôle des capitaux a été confirmé par Forbes (2007) pour le cas du Chili entre 1991 et 1998. Il montre que pendant la période de la mise en place de *l'encaje* (réserves non rémunérées), les petites entreprises ont connu d'importantes contraintes financières. Plus la taille de l'entreprise augmente, plus ces contraintes diminuent.

Bartolini et Drazen (1997) proposent un modèle théorique à partir duquel ils montrent qu'un pays imposant un contrôle sur les flux de capitaux peut envoyer un signal négatif aux investisseurs. Ceci peut engendrer un mouvement de sortie et une baisse du volume des entrées des capitaux. Néanmoins, ils suggèrent que les pays doivent imposer des contrôles sur les capitaux, en dépit du signal négatif, afin de se prémunir contre des risques plus importants émanant du mouvement des capitaux. Enfin, Desai *et al.*(2002) cherchent à mesurer l'effet de la libéralisation du compte de capital sur les IDE en examinant le comportement des entreprises multinationales américaines dans des pays avec et sans contrôle de capitaux. Ils montrent que le contrôle des capitaux dans les pays hôtes réduit l'investissement des multinationales américaines de moins de 20 %. Ceci peut être considéré comme un coût d'opportunité pour les pays hôtes.

Avec le redressement de l'économie mondiale, un important mouvement des capitaux internationaux a vu le jour. Dès lors, une attention particulière a été accordée au cadre réglementaire et au contrôle des capitaux adéquats comme moyens de gestion des mouvements de capitaux étrangers. La stabilité financière et la gestion du risque systémique émanant de la forte connexion entre les marchés sont devenues les principaux objectifs des autorités de régulation. La prochaine section fera donc l'objet d'une étude empirique portant sur l'effet de l'application de la politique de contrôle des capitaux sur la stabilité financière dans les pays en développement.

Section 5 : Stabilité bancaire et politique de contrôle des capitaux dans les pays en développement: une étude empirique

5.1.Revue de la littérature empirique

Lors de ces dernières décennies, l'explosion des flux de capitaux internationaux et les conséquences qui en découlent en termes d'instabilité financière a fait l'objet d'une riche littérature académique. Les décideurs politiques se sont alors intéressés aux solutions réglementaires optimales permettant d'assurer une certaine stabilité financière et éviter des crises financières très coûteuses. L'expansion du risque systémique issue de la globalisation financière représente un des principaux défis auxquels sont confrontées les autorités de

régulation. Dès lors, une approche macro-prudentielle de la réglementation est mise en place. Une telle politique est venue compléter la réglementation déjà existante et intègre en plus la maîtrise et la prévention du risque systémique dans ses objectifs.

Afin de déterminer les épisodes de stress financier nécessitant une intervention réglementaire plus efficace, des mesures de stabilité financière ont été proposées dans la littérature académique. Plusieurs travaux empiriques se sont intéressés au niveau de crédit au secteur privé (boom de crédit) comme un signe précurseur de déclenchement des crises bancaires. Reinhart et Rogoff (2009) trouvent que la majorité de ces crises se déclenchent à la suite d'un boom de crédit. De même, Mendoza et Terrones (2012) montrent que le cycle de crédit est un cycle de « boom » et de « bust ». Presque toutes les crises ont eu lieu suite à un boom de crédit. Un tel effet dépend de l'importance de la déviation du crédit par rapport à sa valeur d'équilibre. Ainsi, un intérêt particulier a été accordé aux moyens d'identification du niveau critique du crédit au-delà duquel l'économie est exposée à un risque de crise systémique.

Gournichas, Valdès et Landerretche (GVL) (2001) calculent la déviation du ratio du crédit au secteur privé rapporté au PIB par rapport à sa tendance déterminée par un filtre Hodrick-Prescott (HP) et avec un paramètre de lissage de 100. Par la suite, les auteurs identifient le boom de crédit quand l'écart du ratio Crédit privé/PIB par rapport à sa tendance dépasse une certaine valeur critique. GVL (2001) supposent donc que la tendance du crédit au secteur privé constitue la valeur d'équilibre du ratio. Toute valeur au-delà de la tendance (valeur positive du « gap de crédit ») constitue un niveau excessif de crédit au secteur privé. Mendoza et Terrones (2008) utilisent la même méthode pour identifier le gap de crédit (en utilisant l'écart par rapport à la tendance déterminée par le filtre HP). Par la suite, afin d'identifier le seuil critique à partir duquel l'excès de crédit est considéré comme un épisode de boom, les auteurs utilisent la méthode d'identification du seuil adopté par le FMI (2004). Ce dernier définit le seuil au-delà duquel l'excès de crédit atteint son niveau critique (boom de crédit). Ce seuil est égal à 1.75 fois l'écart type du « gap de crédit » déjà calculé. Le boom de crédit a lieu durant l'année où le gap de crédit atteint son pic par-dessus le seuil. Le choix de la valeur 1,75 est justifié par le fait que, si la déviation annuelle du crédit par rapport à la tendance a été distribuée normalement, la probabilité d'observer ces valeurs extrêmes sera de 5 %. Ces résultats sont robustes en utilisant des seuils de 1,5 et 2.

De même, dans une étude sur l'origine des crises bancaires et de la performance des indicateurs utilisés, Borio *et al.* (2002 et 2009) s'intéressent au crédit au secteur privé comme l'un des déterminants de déclenchement des crises bancaires. Pour ce faire, les auteurs calculent le gap de crédit comme la déviation du crédit privé/PIB par rapport à sa tendance. Ils utilisent la méthode du filtre HP pour déterminer la tendance en fixant un paramètre de lissage de 1600 au lieu de 100 pour des données annuelles. Ils trouvent que le gap de crédit, calculé à partir du ratio de crédit privé rapporté au PIB, est l'indicateur de crise bancaire le plus fiable.

Récemment, une méthode similaire a été utilisée par le Comité de Bâle sur le Contrôle Bancaire (Basel Committee on Banking Supervision ou BCBS) (2010). En effet, parmi les dispositifs proposés pour limiter le risque systémique, il a été recommandé de mettre en place des exigences réglementaires en capitaux propres et ce en réponse à la situation cyclique de l'économie. De ce fait, ils ont choisi d'adosser ce volant contra-cyclique à un proxy du risque systémique, qui est l'écart du ratio crédit /PIB par rapport à sa tendance. Ainsi, le comité de Bâle III propose la publication régulière de la différence entre la valeur actuelle du ratio du crédit au secteur privé rapporté au PIB et sa tendance ou « le gap de crédit ».

Dell'Ariccia *et al.* (2012) ont défini le gap de crédit comme le pourcentage de déviation du crédit privé rapporté au PIB par rapport à sa tendance. Un épisode du boom de crédit est dès lors identifié quand le gap de crédit est supérieur à 1.5 fois son écart type standard et que la croissance du ratio (crédit privé/PIB) est supérieure à 10 %, ou bien quand la croissance du ratio est supérieure à 20 %.

La libéralisation du mouvement des capitaux internationaux fait partie des principaux facteurs pouvant être à l'origine d'une offre de crédit excessive par les banques domestiques. En effet, les booms de crédits sont souvent alimentés par un afflux de capitaux étrangers et fortement corrélés aux crises bancaires. De plus, dans le cas des pays en développement, les secteurs bancaires sont souvent mal réglementés et sous-capitalisés. Une entrée de capitaux étrangers intermédiés par le secteur bancaire va encourager les banques à octroyer davantage de crédits en augmentant la disponibilité de fonds. Dans un tel cadre de réglementation bancaire laxiste, une augmentation du niveau des crédits accordés au secteur privé ne sera pas forcément accompagnée de projets d'investissement fiables. Ceci va donc exposer les pays aux chocs externes et déstabiliser leurs secteurs financiers.

Ainsi, la mise en place d'une politique de contrôle des capitaux internationaux constitue l'une des politiques de réglementation visant à limiter le risque des booms de crédits et à assurer ainsi la stabilité du secteur financier et bancaire. Dans le cas de certain pays, l'efficacité de cette politique a été vérifiée. En effet, son adoption a permis l'augmentation de la résistance des pays aux chocs extérieurs subis suite au déclenchement de la crise mondiale récente. On peut citer à titre d'exemple, la mise en place de la taxe sur la dette à court terme par le Brésil ou encore les exigences de réserves non rémunérées sur les entrées de créances à court terme imposées par le Chili, la Colombie et la Thaïlande.

La présente partie empirique fait l'objet d'une étude sur l'efficacité du contrôle des capitaux à assurer la stabilité financière dans les pays en développement. Ici, nous nous intéressons au « gap de crédit » comme mesure de stabilité financière, évaluée par la déviation du crédit au secteur privé (rapporté au PIB) par rapport à sa tendance. Cette mesure nous permet d'identifier le niveau excessif du crédit identifié dans la littérature²⁶ comme une période de stress financier pouvant mener à une importante instabilité financière. Ainsi, une valeur positive du « gap » indiquerait un niveau excessif du crédit.

5.2.Aspects méthodologiques et présentation des variables

Comme on l'a indiqué ci-dessus, l'objectif de la présente étude empirique est de tester l'effet de la politique de contrôle des capitaux sur la stabilité financière dans les pays en développement. Pour ce faire, nous menons une évaluation empirique en données de panel de la relation entre la stabilité financière (mesurée par le gap de crédit) et le contrôle des capitaux. Dans la présente étude, le choix des variables explicatives utilisées se base sur la littérature empirique, théorique et la disponibilité des données. Nous distinguons deux catégories : les variables macroéconomiques et les variables relatives au secteur bancaire. Ainsi, nous retenons la croissance économique, l'inflation, la flexibilité du régime de change, la supervision bancaire, la marge d'intérêt nette, le ratio « dépôts bancaires/ crédits » et la variation des engagements envers l'étranger rapportée au PIB(en distinguant dans une deuxième étape les

²⁶ Borio et Lowe (2002), Borio et Drehmann (2009), Reinhart et Rogoff (2009), Gourinchas et Obstfeld (2012), Jorda et al (2011).

entrées des dettes et les entrées des IDE et des investissements de portefeuilles rapportées aux PIB). Notre variable d'intérêt sera l'indice de contrôle des capitaux.

Le modèle utilisé est spécifié dans l'équation 3.1 :

$$Gap\ de\ Credit_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} + U_{i,t} \quad (3.1)$$

Où,

$Gap\ de\ Credit_{i,t}$ est la mesure de la déviation du crédit au secteur privé rapporté au PIB par rapport à sa tendance pour le pays i à l'instant t . Une valeur positive du « gap de crédit » indique un niveau excessif de crédit pouvant aboutir à un boom de crédit.

$CC_{i,t}$ est notre variable d'intérêt qui mesure le contrôle des capitaux internationaux.

$X_{i,t}$ est le vecteur des variables de contrôle utilisées couramment dans la littérature traitant les déterminants du gap de crédit.

Nous conduisons cette régression en données de panel sur un échantillon de 25 pays en développement pendant la période allant de 1986 à 2010. Le choix de la période d'étude dépend de la disponibilité des données. En partant d'un modèle de moindre carré ordinaire, nous avons effectué une série de tests : Le test d'Hausman pour choisir entre effet fixe et effet aléatoire, le test de Wald modifié pour tester l'hétéroscédasticité et le test de Wooldridge pour tester l'autocorrélation des erreurs. Les résultats des tests nous permettent de détecter la présence de problème d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation de premier ordre. Afin de pallier à ces problèmes, nous utilisons un modèle de moindre carré généralisé (MCG).

5.2.1. Présentation des variables:

a. Mesure de stabilité financière:

Nous nous sommes basés sur les travaux empiriques cités ci-dessus pour construire notre indice de stabilité financière. Pour ce faire, nous avons calculé la tendance à long terme du crédit au secteur privé rapporté au PIB en utilisant le filtre Hodrick-Prescott (HP) avec un paramètre de lissage de 100 comme c'est la règle pour les données annuelles.

Le gap de crédit sera par la suite calculé comme suit :

$$Gap\ de\ crédit_{i,t} = Ratio_{i,t} - Tendance_{i,t}$$

Les graphiques ci-dessous (annexe 3-1) montrent la déviation du ratio crédit au secteur privé rapporté au PIB par rapport à sa tendance et ce dans notre échantillon de pays en développement. Concernant les pays ayant vécu une crise bancaire entre 1986 et 2010, nous remarquons qu'un écart positif entre le ratio et la tendance (gap de crédit positif) est suivi, dans la plupart des cas, d'un épisode de crise bancaire. Ceci nous confirme donc que le gap de crédit peut être une mesure fiable de la stabilité du secteur financier, pouvant annoncer une période de stress qui aboutit dans la plupart des cas à une crise bancaire.

Nous calculons par la suite le seuil du gap de crédit selon la méthode adoptée par le FMI(2004) et nous identifions les périodes de boom de crédit dans notre échantillon de 25 pays en développement. En comparant les périodes de boom de crédit à celles des crises bancaires, nous remarquons que la plupart des pays ayant vécu une crise bancaire ont atteint le seuil critique de crédit au secteur privé (boom de crédit) à la même période (voir tableau 3-3 et annexe 3-1).

Tableau 3-3 Boom de crédit VS crise bancaire dans les pays en développement

Pays	Boom de crédit	Crises bancaires	Pays	Boom de crédit	Crises bancaires
Afrique du sud	-		Malaisie	1997	1997
Argentine	1989	1989 /1995 / 2001	Mexique	1994	1994
Brésil	1989 / 1993	1990 / 1994	Maroc	1997	
Chili	2008	-	Pakistan	-	-
Chine	2003	1998	Pérou	1999	
Colombie	-	1998	Philippines	1997	1997
Costa Rica	2008	1987 et 1994	Russie	1993	1998 et 2008
Rép. tchèque	1993	1996	Sri Lanka	1995	1989
Egypte	-	-	Thaïlande	1997	1997
Guatemala	-	-	Tunisie	1986	1991
Hongrie	1990 et 2008	1991 et 2008	Turquie	1997 - 2010	2000
Inde	2008	1993	Uruguay	2002	2002
Indonésie	1997	1997			

Source: Auteur

b. Variables de mesure du contrôle des capitaux:

Nous utilisons successivement deux indices de contrôle des capitaux : l'indice de Quinn et l'indice de Chin et Ito.

➤ Indice Quinn :

Cet indice a été développé par Quinn (1997) et récemment actualisé par Quinn, Schindler et Toyoda (2011). La version originale de l'indice mesure le contrôle des capitaux sans distinction entre les entrées et les sorties. L'indice de Quinn est construit à partir de la base de données « AREAER »²⁷. L'objectif de cet indice est de capturer l'intensité des restrictions sur le mouvement des capitaux. L'indice de Quinn représente ainsi la somme de deux catégories de contrôle des capitaux appliquées sur les résidents (avoirs à l'étranger) et les non-résidents (engagements envers l'étranger). Chaque catégorie de contrôle est comprise entre 0 et 2. L'indice de Quinn est donc compris entre 0 et 4, avec la valeur la plus importante expliquant un niveau d'ouverture élevé.

Nous utilisons la mesure de Quinn actualisée et publiée par l'« External Balance Assessment » du FMI (2013), dans lequel l'indice de Quinn est rééchelonné sur un intervalle 0-1 avec la valeur 1 indiquant le niveau de contrôle le plus élevé.

➤ Indice Chinn et Ito :

Nommé Kaopen, l'indice de Chinn et Ito (2008) (actualisé) a déjà été défini dans le premier chapitre comme la composante principale de quatre variables binaires, k1, k2, k3 et k4, issues du rapport annuel du FMI « AREAER ». Ces quatre variables mesurent la présence de taux de change multiples, la présence de restrictions sur les transactions du compte courant, la présence de restrictions sur les transactions du compte de capital et enfin le degré de libéralisation des exportations. Selon les auteurs la prise en compte de ces quatre composantes dans le calcul de l'indice Kaopen permet de bien cerner le contrôle des capitaux. L'indice varie entre -1,86 et 2,44 avec la valeur la plus grande indique un niveau d'ouverture *de jure* important. L'indice couvre un échantillon de 182 pays entre 1970 et 2011 (version actualisée de la base de données).

²⁷ AREAER: *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*

Nous utilisons le Kaopen inversé, de telle façon que la valeur la plus élevée mesure le contrôle des capitaux le plus important. Ainsi, nous obtenons un indice mesurant l'intensité du contrôle et non l'intensité de la libéralisation financière *de jure*.

Les deux indices de contrôle des capitaux sont fortement corrélés :

	Indice de Chinn-Ito	Indice de Quinn
Indice de Chinn-Ito	1	
Indice de Quinn	0.7219*	1

c. Variables de contrôle:

- **Croissance du PIB (notée Croiss.):**

La croissance du PIB mesure la santé globale de l'économie, qui à son tour peut refléter le niveau de la demande de crédit. Ainsi, une augmentation de la croissance du PIB peut mener à une augmentation du crédit. La croissance économique est donc corrélée positivement avec la demande de crédit. En effet, Dell'Ariccia *et al.* (2012) expliquent qu'en période d'expansion, un bon niveau de croissance économique améliore la solvabilité des emprunteurs. Les prêteurs répondent alors avec une augmentation de l'offre et un assouplissement des conditions de crédit. Une augmentation du crédit augmentera ainsi l'investissement et la consommation.

De même, Aysan *et al.* (2010) expliquent qu'une augmentation de la croissance économique est généralement suivie d'une augmentation de la consommation et de l'investissement. Ceci engendre une augmentation de la demande de crédit.

Notre mesure de croissance du PIB est extraite de la base des données de la Banque mondiale (WDI). On s'attend à une relation positive entre la croissance du crédit et la croissance du PIB.

- **Inflation (notée INFL.):**

Barajas *et al.* (2009) identifient différentes variables macroéconomiques pour prédire des booms de crédit pouvant mener à une instabilité financière. Ils trouvent qu'un boom de crédit qui se déclenche en période de forte inflation est plus susceptible d'aboutir à une crise. Bakker et Gilde (2010) étudient l'expérience vécue par les nouveaux membres de l'UE pendant les années 2000, d'une entrée importante de capitaux étrangers. Ils expliquent alors que les pays, vivant une accélération de l'activité économique et de l'inflation et ayant un régime de change

fixe, ont vécu des épisodes de boom de crédit difficile à contenir. Une augmentation de l'inflation, en baissant le taux d'intérêt réel, aura tendance à augmenter la demande de crédit.

Nous nous attendons ainsi à avoir un effet positif de l'inflation sur la croissance du crédit. Nous utilisons ici l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation. La variable est extraite de la base des données de la Banque mondiale (WDI). On s'attend en revanche à un problème d'endogénéité entre le crédit au secteur privé et l'inflation. Pour pallier à ce problème, nous utilisons la moyenne mobile géométrique sur trois ans de l'inflation comme suit :

$$\text{Moy. Mob. Inflation} = 0.5 * \text{inflation} (t-1) + 0.3 * \text{inflation} (t) + 0.2 * \text{inflation} (t+1)$$

L'objectif d'un tel calcul est de donner plus de poids à l'effet de l'inflation passé sur le crédit qu'à l'effet éventuel du crédit sur l'inflation future.

- **Régime de change (notée EXCH):**

Coudert *et al.* (2008) expliquent que dans les pays émergents, l'anticipation de la stabilité du change nominal peut inciter les résidents à s'endetter en devises pour bénéficier de taux d'intérêt étrangers souvent plus bas. Dans ce cas, les crédits en monnaie nationale et les crédits en devises ne sont pas des substituts: des taux d'intérêt plus bas sur les crédits en devises entraînent une augmentation globale des crédits. De même, Magud *et al.* (2011) montrent que le degré de flexibilité du régime de change dans les économies émergentes est négativement corrélé avec la croissance du crédit au secteur privé et la part des crédits libellés en devises. Aussi, Selim Elekdag et Fei Han (2012) trouvent aussi qu'une plus grande flexibilité du régime de change peut améliorer la stabilité financière en réduisant l'effet des facteurs externes sur la dynamique du crédit domestique. Enfin, Dell'Ariccia *et al.* (2012) expliquent que, dans une économie avec un régime de change fixe, la politique monétaire est dirigée vers l'objectif du maintien du taux de change fixe et est, de ce fait, incapable de répondre efficacement à une croissance rapide du crédit. Dans un tel régime, un faible taux d'intérêt mondial peut engendrer un faible taux d'intérêt domestique qui à son tour va augmenter la croissance du crédit domestique.

Récemment, Magud *et al.* (2014) ont trouvé qu'un régime de change flexible, appuyé par une politique macro-prudentielle, permet aux pays de lisser leurs cycles de crédit durant une période de *boom* et de retrait (*bust*) de flux de capitaux.

On s'attend donc à avoir une relation négative entre la flexibilité du régime de change et le gap de crédit. Dans notre régression, on utilise la classification fine du régime de change *defacto* proposée par le FMI. Le régime de change est classé du plus fixe au plus flexible sur un intervalle allant de 1 à 15.

- **Supervision bancaire (notée Superv.)**

La qualité de la supervision peut agir sur l'efficacité de la réglementation bancaire et contribuer ainsi à la diminution des crédits accordés au secteur privé dès lors que ces derniers atteignent un niveau critique. Selon Frait *et al.* (2011), la réglementation bancaire est juste un prérequis à la stabilité financière. La qualité de la supervision importe davantage.

Dell'Ariccia *et al.* (2012) trouvent que les booms de crédit ont souvent lieu suite à certaines réformes financières, à un afflux important de capitaux internationaux suite à la libéralisation du compte de capital et pendant une période de forte croissance économique. Ces épisodes de booms de crédit sont plus fréquents sous un régime de change fixe, quand les politiques macroéconomiques sont laxistes et que la supervision bancaire est insuffisante. Les auteurs expliquent qu'en présence d'une supervision efficace, les superviseurs peuvent appliquer leurs pouvoirs discrétionnaires pour prendre des mesures telles que l'imposition d'exigences plus élevées en fonds propres. Ce resserrement des normes d'octroi des crédits permet d'éviter une expansion rapide de ces derniers.

Nous nous attendons donc à un effet négatif de la mesure de supervision bancaire sur le boom de crédit. Nous utilisons la mesure de supervision bancaire construite par Abiad *et al.* (2008). Cette variable évalue le degré de réglementation et de supervision prudentielle. Quatre dimensions sont utilisées pour calculer l'indice de supervision :

- Si le pays a adopté des ratios d'adéquation du capital conformément à l'accord de Bâle I.
- Si les agences de supervision bancaires sont indépendantes du pouvoir exécutif et détiennent des pouvoirs juridiques suffisants.
- Si les agences de supervision bancaire conduisent une supervision efficace sur place ou sur pièces (*on-site and out-site*).
- Si les agences de supervision bancaire des pays couvrent toutes les institutions financière sans exception.

- **Marge d'intérêt nette % (notée MIN) :**

Une marge d'intérêt nette (MIN) peut être due à un niveau élevé de spread bancaire. Un *spread* important s'explique par une hausse du taux de prêt qui décourage la demande de crédit. Un niveau élevé de *spread* peut aussi découler de l'inefficience des banques et du système financier. Ceci revient à dire que la banque ne peut pas assurer efficacement sa fonction d'intermédiaire et transférer les fonds des épargnants aux investisseurs (Pua Tan, 2012). Au contraire, Igan et Tamirisa (2009) trouvent une relation positive entre la MIN comme mesure de rentabilité des banques et la croissance du crédit au secteur privé. De même, Adrian et Shin(2010) trouvent qu'une augmentation de la MIN rehausse la valeur de la banque, renforçant ainsi sa capacité à augmenter son levier et à prendre davantage de risques. Les résultats empiriques, relatifs à l'effet de la MIN sur le niveau du crédit au secteur privé, sont ambigus.

Ainsi, il n'existe pas de consensus quant à l'effet de la MIN sur le crédit au secteur privé. Toutefois, les bénéfices réalisés par les banques sur les nouveaux prêts sont généralement évalués par la MIN ou par le volume des crédits accordés. Généralement, les banques font face à un arbitrage entre marge élevée et volume de crédit élevé. Le choix visant à accroître le volume de crédit impliquera une baisse de la marge d'intérêt. Cette perte, en termes de baisse des taux d'intérêt, est dès lors compensée par l'effet de volume du crédit. Ceci est le cas des banques dans les pays développés où un niveau élevé de concurrence bancaire impliquerait obligatoirement une baisse de la marge d'intérêt et une augmentation du volume de crédit.

Cette relation n'est pas évidente dans les pays en développement, où le secteur bancaire est caractérisé par un faible niveau de concurrence. Il n'y a donc pas de pression sur les prix et les banques peuvent avoir une marge d'intérêt élevée tout en augmentant le volume des crédits accordés. Dans le cas de la présente étude, menée sur un échantillon de PED, nous nous attendons à une relation négative entre la marge d'intérêt et le gap de crédit.

- **Dépôts / Crédit (notée DEP/CRE) :**

Le ratio dépôt/crédit mesure les ressources stables de base (core-funding) que la banque mobilise pour accorder des crédits. Hahm et al. (2013) trouvent un lien positif et significatif entre les sources de financement autres que les ressources stables ou les « *non core liabilities* » et la croissance du crédit. Le recours à de telles sources de financement est dû à une croissance

des crédits plus rapide que celle des ressources de base des banques (les dépôts). Ceci explique la raison pour laquelle les « non core liabilities » des banques sont devenus la cible des politiques macro-prudentielle. En effet, un ratio faible et décroissant des dépôts sur les crédits est dû à un problème de financement des banques. Ainsi, une augmentation du recours à des ressources autres que les ressources stables (non core-funding) pour financer les crédits est une source d'instabilité financière. De même, Shin and Shin (2011) étudient la dynamique des « non core liabilities » dans le secteur bancaire Coréen. Les auteurs trouvent que cette dynamique est fortement liée au comportement de prise de risques des banques. Enfin, Kilinc et al. (2013) mènent une étude sur la relation entre les crédits et les « non core liabilities » dans le secteur bancaire Turque. Ils trouvent qu'une augmentation de la demande de crédit est liée à recours excessif aux « non core liabilities » et qu'il existe une relation robuste entre ces derniers et le niveau de crédit bancaire. Ce ratio mesure donc le risque de liquidité auquel une banque peut faire face. Plus le ratio est élevé, moins la banque sera exposée à un risque de liquidité et moins elle aura recours au « non core-funding » pouvant être à l'origine d'un boom de crédit et d'une instabilité financière.

Notre ratio dépôt/crédit est extrait de la base de donnée « Financial Development and Structure Dataset » (2013). On s'attend donc à une relation négative entre le ratio dépôt/crédit et le gap de crédit.

- **Entrée des capitaux (Notée Ent.Cap.):**

Dans la littérature académique, il est de plus en plus évident qu'il existe une relation forte entre l'augmentation des entrées de capitaux étrangers et la croissance du crédit au secteur privé. Une banque peut augmenter ses ressources non seulement par le biais de dépôts bancaires, mais aussi par l'attrait de l'endettement extérieur (en cas d'insuffisance des « core funding »). Dans le cas des pays émergents et en développement, une réglementation bancaire généralement laxiste et un besoin de financement important font qu'une telle disponibilité des fonds pourrait être mal allouée. En effet, les banques ont tendance à prendre plus de risques en augmentant l'allocation des crédits et atteignent ainsi un niveau excessif ou « boom de crédit ». Ce dernier phénomène est fortement lié à un déclenchement des crises bancaires, exposant ainsi le pays en question à une forte instabilité financière et économique. Hahm et al. (2013) expliquent que les engagements des banques envers le secteur étranger constituent la principale composante des « non core-liabilities » dans la majorité des pays émergents. Ceci s'explique

par le fait que les marchés de financement bancaire ne sont pas assez développés pour supporter une croissance rapide des crédits bancaires. Les auteurs trouvent qu'une vulnérabilité élevée aux crises de change et aux crises de dettes est associée à un niveau important des engagements bancaires envers le secteur étranger.

La relation positive entre les entrées de capitaux étrangers et les booms de crédits a été confirmée dans plusieurs travaux empiriques. Calderon et Kubota (2012) mènent une étude sur la relation entre les entrées bruts des capitaux étrangers et le déclenchement des booms de crédit pour un échantillon de 70 pays entre 1975 et 2010 en utilisant des données trimestrielles.

Ils trouvent que la probabilité qu'un pays vive une période de boom de crédit est très élevée si un tel épisode est précédé par un afflux des capitaux internationaux.

Reinhart et Reinhart (2008) mènent une étude exhaustive sur l'effet de l'afflux des capitaux « *capital flow Bonanzas* ²⁸ » sur les agrégats macroéconomiques des pays. Les auteurs utilisent un échantillon de 181 pays entre 1980 et 2007. Ils concluent qu'un tel afflux de capitaux étrangers dans les pays émergents a tendance à apprécier la devise nationale, menant ainsi à un boom des prix d'actifs. Un tel mouvement des prix d'actifs aura tendance à encourager l'expansion des crédits domestiques, ce qui aura pour conséquence d'affaiblir le secteur bancaire et de l'exposer ainsi au risque de faillite. Ainsi, les auteurs trouvent que dans les pays émergents, l'afflux de capitaux étrangers est lié à un risque élevé de crise bancaire systémique, de crise de change et d'épisodes d'inflation élevée. De même, Caballero (2012) s'intéresse à l'effet de ce *Bonanzas* (afflux important) des capitaux internationaux sur la probabilité de déclenchement des crises bancaires. L'auteur met l'accent sur le boom des crédits comme canal de transmission entre ces deux phénomènes (afflux des capitaux versus crises bancaires). L'étude est menée sur des données annuelles couvrant la période 1973-2008 pour un large échantillon de pays. L'auteur trouve qu'un afflux des capitaux à la date t est suivi d'une crise bancaire systémique à la date $t+1$ même en absence de boom de crédit. Il trouve aussi que cette probabilité de crise bancaire systémique à la date $t+1$ est multipliée par trois en présence de *Bonanzas* des capitaux à la date t .

²⁸ Le « *Bonanzas des flux de capitaux* » est défini comme la déviation du niveau des flux de capitaux nets de sa tendance de plus de 1 point de son écart type standard.

Furceri, Guichard et Rusticelli (2011) étudient la réponse des crédits domestiques aux chocs initiaux des entrées des capitaux sur un échantillon de pays développés et émergents entre 1970 et 2007. Ils trouvent qu'en cas de choc d'entrée des capitaux, le ratio crédit/PIB a tendance à augmenter de 2 % durant les deux premières années qui suivent le choc. Cet effet s'inverse à moyen terme avec une baisse de 4% du ratio 7 ans après le choc initial.

Tout comme Caballero (2012), Furceri, Guichard et Rusticelli (2011) soulignent le fait que l'effet des entrées de capitaux sur le niveau des crédits domestiques dépendrait de la composition de ces capitaux, à savoir la part des flux de dettes et des IDE dans les engagements envers l'étranger. Plus récemment, Furceri *et al.* (2012) étudient la relation entre les épisodes d'afflux des capitaux étrangers et les vulnérabilités financières en analysant l'effet de tels épisodes sur l'évolution du crédit intérieur. Il utilise un modèle IRF (fonction de réponse impulsionnelle) du crédit intérieur aux entrées massives de capitaux, sur un panel de pays développés et émergents de 1970 à 2007. Les résultats trouvés montrent que dans les deux ans qui suivent le début des entrées massives de capitaux (capital boom), le ratio du crédit rapporté au PIB augmente d'environ 2 points de pourcentage. L'effet est en revanche inversé sur le moyen terme avec le crédit rapporté au PIB qui diminue de près de 4 points de pourcentage (sept ans après le boom initial). Furceri *et al.* (2012) montrent aussi qu'un tel effet d'une entrée massive des capitaux dépend de la nature de ces derniers (dette vs investissement de portefeuille vs IDE). Enfin, les résultats trouvés suggèrent également que l'effet à court terme des flux de capitaux sur le boom de crédits domestiques dépend de la politique macroéconomique du pays d'accueil. En particulier, il se trouve que cet effet est plus faible dans les pays ayant une plus grande flexibilité du taux de change réel et une politique budgétaire contra-cyclique.

On en conclut donc que les entrées de capitaux étrangers, représentant une part importante des « *non core liabilities* » des banques, constituent un facteur important de déclenchement des booms des crédits. De ce fait, nous utilisons, dans la présente étude, trois différentes mesures des entrées des capitaux :

Dans une première étape, nous utilisons la variation des engagements envers l'étranger rapportée au PIB pour étudier l'effet total des entrées des capitaux sur le gap de crédit. Dans une deuxième étape, nous désagrégeons notre mesure par nature des flux de capitaux en

distinguant les capitaux les plus risqués de ceux qui présentent un moindre risque d'instabilité (en nous basant sur les résultats trouvés dans le premier et le deuxième chapitre).

Nous étudions donc successivement l'effet de la variation de la dette étrangère rapportée au PIB (notée **Foreign.debt**) et celui de la variation des stocks d'investissements étrangers / PIB (investissements étrangers = IDE + investissement de portefeuille) (notée **IDE.IPL**).

Ici, le signe attendu, quant à la mesure du total des engagements envers l'étranger, est positif. Nous nous attendons aussi à ce que cet effet positif émane principalement de la variation du stock de dettes étrangères plutôt que de la variation du stock des capitaux d'investissement.

5.2.2. Présentation des résultats:

L'idée commune défendue par les régulateurs et les décideurs politiques est donc de mettre en place un cadre réglementaire adéquat qui permettra de combler les failles de la réglementation traditionnelle. Une réglementation macro-prudentielle a donc vu le jour. Son objectif consiste à cibler et à gérer le risque systémique et à assurer ainsi la stabilité financière dans les pays. Dans cette étude, nous nous intéressons au contrôle des capitaux comme instrument de régulation dont le principal objectif serait la bonne gestion des capitaux internationaux et du risque systémique qui en découle assurant ainsi la stabilité financière. L'objectif du présent travail empirique est donc de montrer l'efficacité d'une telle politique de contrôle des capitaux dans l'assurance de la stabilité financière dans les pays en développement.

Les estimations présentées ci-dessous (Tableau 3-6) ont été réalisées en utilisant la méthode des Moindres Carrés Généralisés. Afin de nous assurer de la robustesse de nos résultats, nous utilisons ici deux mesures du contrôle des capitaux (Indice Quinn et Indice Chinn Ito). Nous intégrons dans nos régressions une batterie de variables de contrôle macroéconomiques et bancaires susceptibles d'affecter le crédit au secteur privé. La majorité des résultats obtenus sont conformes à la littérature académique sur les déterminants des booms des crédits.

➤ Rôle du cadre macroéconomique et bancaire sur la stabilité financière des PED :

Nous commençons notre analyse (modèle1) par une étude de l'effet du cadre macroéconomique et bancaire sur la stabilité financière expliquée par le niveau du crédit accordé au secteur privé. Nous évaluons ainsi l'effet de la croissance du PIB, de l'inflation et

du régime de change sur le gap de crédit. Nos résultats sont conformes à la littérature citée ci-dessus. La croissance économique agit positivement et significativement sur le gap de crédit. D'un côté, une augmentation de la solvabilité des emprunteurs en période de croissance encourage l'offre de crédit de la part des banques. D'un autre côté, en période de croissance économique, il y a une augmentation de la consommation et de l'investissement donc une augmentation de la demande de crédit. De même, l'effet de l'inflation est positif et significatif à 1 %. En effet, une baisse du taux d'intérêt réel suite à un niveau élevé d'inflation aura tendance à augmenter la demande de crédit. Quant au régime de change, plus ce dernier est flexible, plus le gap de crédit est faible. Notre résultat est négatif et significatif à 1%. Ce résultat confirme donc l'importance d'adoption d'un régime de change flexible pour assurer la stabilité financière et un niveau raisonnable d'endettement.

Nous nous intéressons par la suite à des mesures relatives au cadre bancaire. Nous testons d'abord l'effet de la marge d'intérêt nette. Comme nous l'avons expliqué ci-dessus, la relation entre la marge d'intérêt nette (**MIN**) et le gap de crédit au secteur privé est ambigu et dépend du niveau de développement du pays et plus précisément du niveau de concurrence sur le secteur bancaire. Sachant que dans les PED la concurrence sur les secteurs bancaires est généralement faible, les banques peuvent se permettre de garder une marge importante (pas de pression sur les prix) tout en augmentant le volume de crédit accordé. Nous trouvons effectivement, que la marge d'intérêt nette (**MIN**) en t-2 dans notre échantillon est positive. Toutefois la MIN n'est pas significative.

Nous nous intéressons par la suite à la supervision bancaire (**Superv.**) et son effet sur la stabilité financière et plus précisément sur le niveau du crédit accordé au secteur privé. Notre variable mesure l'intensité et la qualité de la supervision bancaire. Nous trouvons un effet négatif et significatif à 10 % de la supervision bancaire en (t-2) sur le gap de crédit à la date t. En effet, la qualité de la supervision bancaire peut avoir une incidence sur l'application de la réglementation bancaire et sur l'efficacité de l'application de la supervision dans le but de faire face aux premiers signes de stress financier émanant d'une expansion rapide des crédits.

Tableau 3-4 Stabilité financière et contrôle des capitaux dans les pays en développement

	1	2	3	4	5	6
VARIABLES	Gap de crédit	Gap de crédit	Gap de crédit	Gap de crédit	Gap de crédit	Gap de crédit
Croiss. (t-1)	0.144*** (0.0470)	0.147*** (0.0472)	0.141*** (0.0467)	0.148*** (0.0486)	0.127** (0.0516)	0.139*** (0.0525)
INFL.	0.0717*** (0.0221)	0.0748*** (0.0204)	0.0726*** (0.0215)	0.0731*** (0.0213)	0.0662*** (0.0243)	0.0684*** (0.0249)
EXCH. (t-1)	-0.210*** (0.0658)	-0.221*** (0.0680)	-0.212*** (0.0659)	-0.220*** (0.0691)	-0.203*** (0.0637)	-0.242*** (0.0694)
MIN (t-2)	0.114 (0.0907)	0.149* (0.0818)	0.123 (0.0879)	0.138 (0.0877)	0.111 (0.0969)	0.156* (0.0828)
Superv(t-2)	-0.558* (0.301)	-0.545* (0.307)	-0.554* (0.303)	-0.565* (0.305)	0.0132 (0.300)	-0.295 (0.348)
DEP/CRE (t-2)	-2.539*** (0.678)	-2.434*** (0.702)	-2.491*** (0.680)	-2.541*** (0.714)	-1.487** (0.714)	-1.672** (0.768)
Δ Ent.Cap		3.574*** (1.115)				
Δ IDE.IPL			1.305 (2.548)			
Δ Foreign.Debt				5.759*** (1.562)	4.713*** (1.660)	5.491*** (1.591)
Indice Chinn -Ito (t-2)					-1.364*** (0.266)	
Indice Quinn (t-2)						-5.469*** (1.716)
Constante	4.111** (1.614)	3.799** (1.792)	4.016** (1.619)	4.029** (1.940)	1.196 (2.034)	4.024* (2.106)
Test d'Hausman						
chi2	18.11	20.57	19,07	17,67	21.43	28.48
Prob >chi2	0.0060	0,0045	0.0080	0.0136	0.0061	0.0004
Test d'Autocorrélation (wooldridge test)						
F	109.723	103.860	111.055	94.597	101.462	98.541
Prob > F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Test d'Hétéroscédasticité (Wald test)						
chi2	34702.86	26740.30	37966.86	21779.67	21292.08	22423.07
Prob>chi2	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Observations	354	354	354	354	350	333
Nbr d'ID	25	25	25	25	25	25

*** significativité à 1%, ** significativité à 5%, * significativité à 10%

Ainsi, plus le ratio est élevé plus l'écart entre les dépôts bancaires et les crédits est important, moins il y a risque d'expansion rapide des crédits. En effet, les dépôts sont considérés comme les sources de financement de crédits les plus stables. Une baisse de notre ratio s'explique par le recours des banques (en plus des sources de financement stables) au marché financier pour alimenter ces crédits. Ainsi, plus les crédits accordés sont supérieurs aux dépôts, plus la dépendance des banques aux fonds de marchés est importante. Toutefois, les sources de fonds autres que les fonds de base (*non-core funding*) sont plus coûteuses et plus volatiles exposant ainsi les banques à des risques de faillites [Van-den-End, 2013].

➤ **Rôle des entrées des capitaux étrangers dans la stabilité financière des PED :**

Nous introduisons dans la régression 2 une mesure des « *non-core-funding* ». Pour ce faire, nous utilisons la variation du stock des engagements envers l'étranger rapporté au PIB. Cette variable mesure la variation du stock total des capitaux étrangers entrants dans le pays hôte. En effet, la littérature académique a fait valoir que suite à la libéralisation financière, les entrées des capitaux étrangers qui alimentent les banques du pays hôte ont été à l'origine d'une croissance rapide des crédits domestiques. Le résultat trouvé est positif et significatif à 1%. Notre résultat rejoint celui de Calderon et Kubota (2012) et Hahm et al. (2013). En cas d'expansion rapide des crédits qui dépassent les fonds de base disponibles dans les banques, ces dernières ont recours à des fonds alternatifs plus volatiles et coûteux. Ceci peut donc être le signal d'un niveau excessif de crédit.

Par la suite, nous essayons de préciser, dans les régressions 3 et 4, l'origine d'un tel risque d'expansion du crédit domestique issue des entrées des capitaux étrangers. Pour ce faire, nous faisons la distinction entre les stocks de capitaux d'investissement (IDE et investissements de portefeuille) et les stocks de dettes étrangères.

Nous trouvons que l'effet des entrées des capitaux sur la stabilité financière a pour principale source l'endettement étranger. Notre mesure de variation de stock de dette étrangère rapporté au PIB est positive et significative à 1%. Au contraire, la variation du stock d'IDE et d'investissement de portefeuille n'a pas d'effet significatif sur le gap de crédit. Le risque d'instabilité financière et de boom de crédit, issu de l'ouverture financière, dépend de la nature des capitaux entrants et plus précisément du recours à l'endettement étranger. Nous gardons

donc pour la suite des régressions l'endettement étranger comme mesure de l'effet de la libéralisation des entrées des capitaux sur la stabilité financière.

➤ **Rôle du contrôle des capitaux dans la stabilité financière des PED :**

Il est indispensable de mettre en place une politique de contrôle des capitaux permettant d'agir sur le volume et la composition des flux de capitaux internationaux. Ceci permettra aux pays d'instaurer un bon contrôle sur les mouvements de capitaux internationaux en pénalisant et en rendant plus coûteux le recours aux capitaux risqués. En procédant de la sorte, les pays ayant choisi de s'ouvrir sur les marchés financiers internationaux pourront tirer profit d'une telle politique sans être exposés aux chocs extérieurs qui peuvent nuire à la stabilité financière domestique.

Afin de vérifier l'efficacité du contrôle des capitaux sur la stabilité financière, nous avons introduit dans les régressions 5 et 6 successivement deux mesures différentes du contrôle des capitaux (Indice Chinn-Ito et Indice Quinn). Nos deux mesures sont négatives et significatives à 1%. On en conclut donc que le contrôle des capitaux contribue à assurer un niveau raisonnable de crédit au secteur privé et à éviter l'exposition des pays en développement au risque de boom de crédit. La mise en place d'un contrôle des capitaux contribue ainsi à la stabilité financière de ces pays.

Nos résultats montrent que, dans les pays en développement, ce sont les entrées des dettes étrangères qui sont à l'origine de l'instabilité financière. Ceci explique le résultat négatif du contrôle des capitaux sur le gap de crédit et sur l'instabilité financière des pays en développement. Ainsi, le contrôle des capitaux internationaux peut être efficace pour assurer la stabilité financière dans les PED. En effet, en diminuant le risque émanant des entrées des capitaux internationaux et en assurant de ce fait un niveau socialement raisonnable des crédits domestiques, une telle politique diminue la probabilité de l'exposition des PED aux risques de booms de crédit et de crises bancaires.

Les pays en développement (PED), caractérisés généralement par un faible niveau de développement institutionnel et d'un niveau important d'intégration financière internationale sont dès lors plus exposés aux risques d'instabilité financière issus de la forte volatilité des capitaux internationaux. Il serait important pour ces PED de mettre en place une politique de contrôle des capitaux leur permettant de procéder à une libéralisation progressive et sélective

des capitaux internationaux. Les PED pourront ainsi bénéficier des avantages de la globalisation financière, sans s'exposer aux chocs extérieurs.

Conclusion

L'ère de la globalisation financière qu'a vécue le monde ces dernières décennies a été marquée par un mouvement important de capitaux internationaux entre les pays. La relation entre la globalisation financière et la croissance économique est ambiguë et dépend de plusieurs prérequis identifiés dans la littérature qui représentent les conditions indispensables à la réussite d'une telle politique. Les pays en développement, ayant ouvert leurs secteurs financiers aux échanges internationaux et n'ayant pas assuré d'abord ces conditions, ont vécu plusieurs épisodes de crises bancaires. Ces crises ayant lieu dans un cadre de globalisation financière caractérisé par une forte connexion des marchés financiers sont de ce fait de nature systémique. Ainsi, un cadre réglementaire classique (micro-prudentiel) est insuffisant pour assurer la stabilité du secteur financier.

Les décideurs politiques et les économistes se sont alors mis d'accord sur la nécessité de revoir le cadre réglementaire. La réglementation traditionnelle doit être adaptée à la nature du risque lié à la globalisation financière à savoir le risque systémique. Il est désormais indispensable de passer à une réglementation macro-prudentielle permettant de combler les lacunes de la réglementation micro-prudentielle et de diminuer l'exposition des pays aux risques systémiques. Le contrôle des capitaux peut être considéré comme un instrument macro prudentiel dont l'objectif serait de faire face aux risques systémiques issus du mouvement volatile des capitaux internationaux. L'adoption d'un tel instrument est perçue comme une intervention indispensable au bon fonctionnement du système financier global et à la stabilité des pays ayant adopté une politique de libéralisation financière internationale.

Partant de ces principes, nous avons essayé dans ce chapitre de mettre en évidence l'insuffisance de la réglementation micro-prudentielle et de passer en revue la littérature traitant de la réglementation macro-prudentielle. Nous nous sommes intéressés par la suite au contrôle des capitaux comme un instrument macro-prudentiel dont l'objectif est la gestion du mouvement des capitaux internationaux et du risque systémique qui en émane. La mise en

place d'une telle politique de contrôle devrait donc mieux assurer la stabilité financière dans les pays en développement et diminuer le risque d'exposition aux crises.

Nous terminons ce chapitre par une étude empirique qui s'est appuyée sur un modèle linéaire en panel pour un échantillon de 25 pays en développement. L'objectif de cette partie est d'étudier l'effet de la mise en place d'une politique de contrôle des capitaux sur la stabilité financière dans les pays en développement. Pour ce faire, nous avons choisi un indicateur de panique financière qui se base sur la déviation du crédit au secteur privé par rapport à sa tendance nommé « gap de Crédit ». Nous avons introduit dans notre modèle des variables macroéconomiques et bancaires pouvant expliquer l'offre et la demande de crédit bancaire. Nous avons utilisé aussi des mesures de la libéralisation des entrées de capitaux internationaux. Enfin, nous mesurons l'intensité du contrôle des capitaux en utilisant successivement deux indices mesurés par Chinn Ito(2008) (actualisé) et par Quinn, Schindler et Toyoda (2011). Les résultats obtenus pour notre échantillon de pays en développement montrent que la stabilité financière dans les pays en développement dépend de la structure des engagements bancaires. Plus la banque finance les crédits octroyés par ses fonds de base, moins il y a risque d'expansion rapide du crédit et moins le pays est exposé au risque de boom de crédit et de crises.

Toutefois, un écart positif entre les crédits accordés et les financements stables des banques va amener ces dernières à recourir à des ressources autres que leurs financements de base (*non-core liabilities*) pour financer les crédits accordés. Le recours à ces fonds est en soi un signe de vulnérabilité financière. En effet, les « *non-core liabilities* » des banques sont des fonds de nature volatile et généralement de court terme. Ceci expose les banques au risque de retrait au premier signe de stress financier.

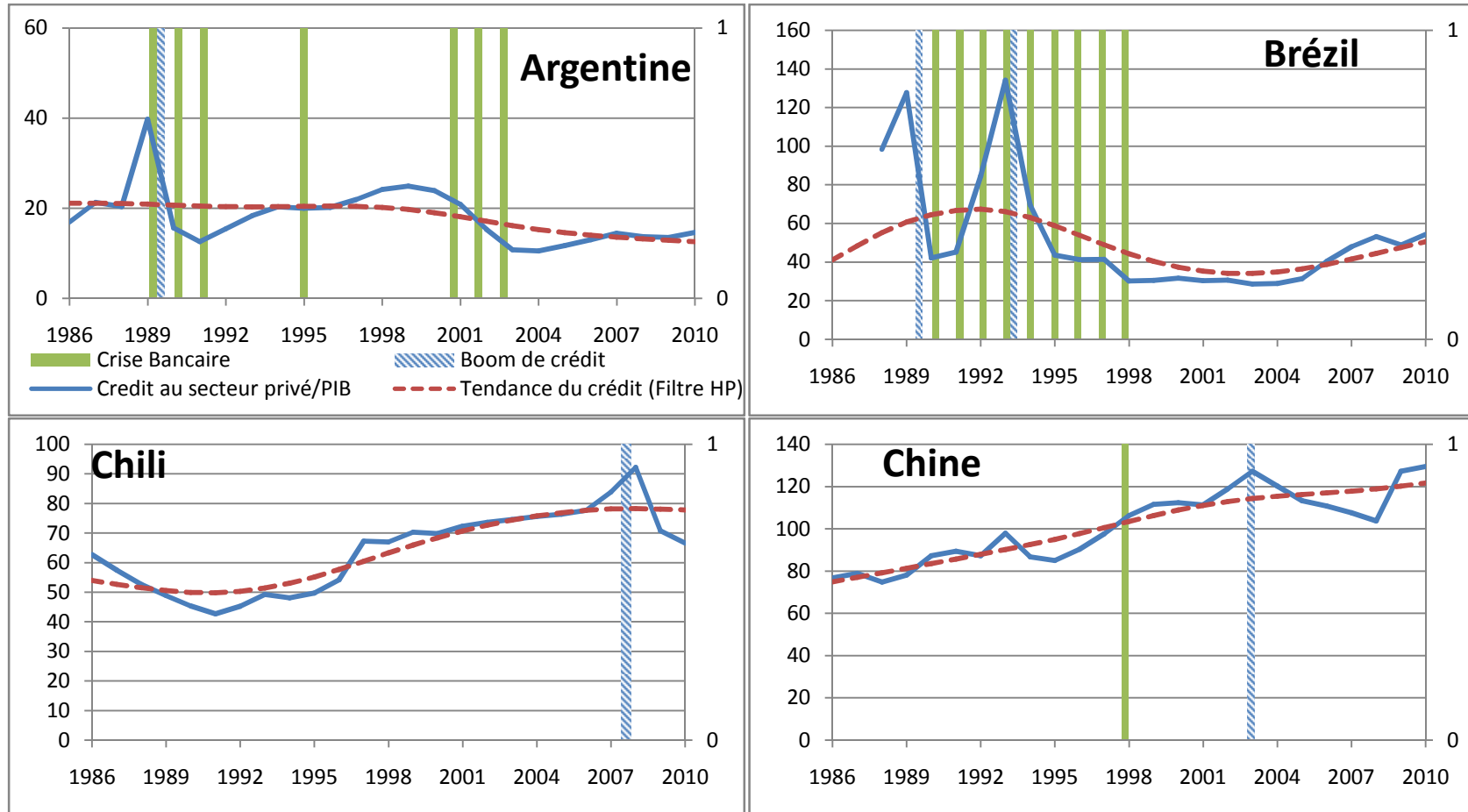
Parmi le « *non core liabilities* », les banques des économies ouvertes peuvent se financer par les capitaux étrangers entrants dans le pays. Nos résultats montrent ainsi qu'une entrée des capitaux étrangers augmente significativement le gap de crédit exposant ainsi les banques au risque de crise. Nous trouvons aussi qu'une telle instabilité financière dans les pays en développement dépend de la composition des capitaux étrangers. Seules les entrées de dettes étrangères ont tendance à agir positivement sur le gap de crédit. Enfin, en introduisant nos indices de contrôle des capitaux, nous trouvons qu'une telle politique permettrait de diminuer le gap de crédit accordé au secteur privé et donc d'assurer un niveau socialement désirable de ce

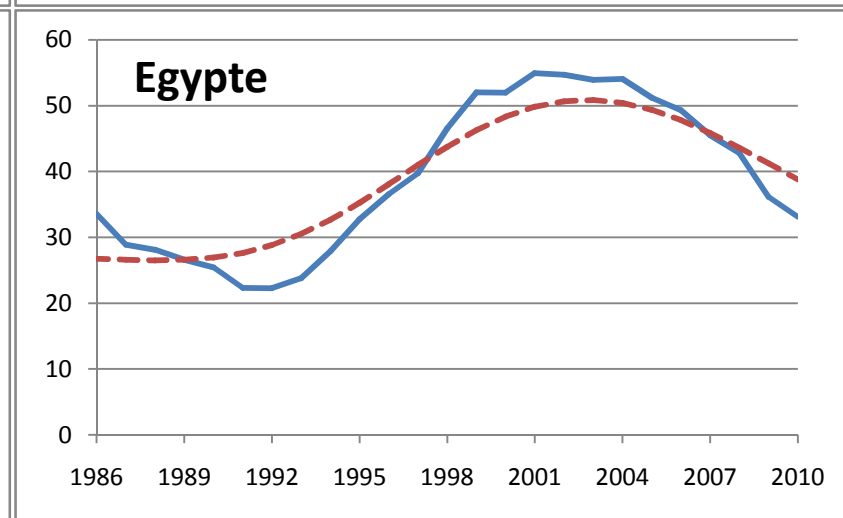
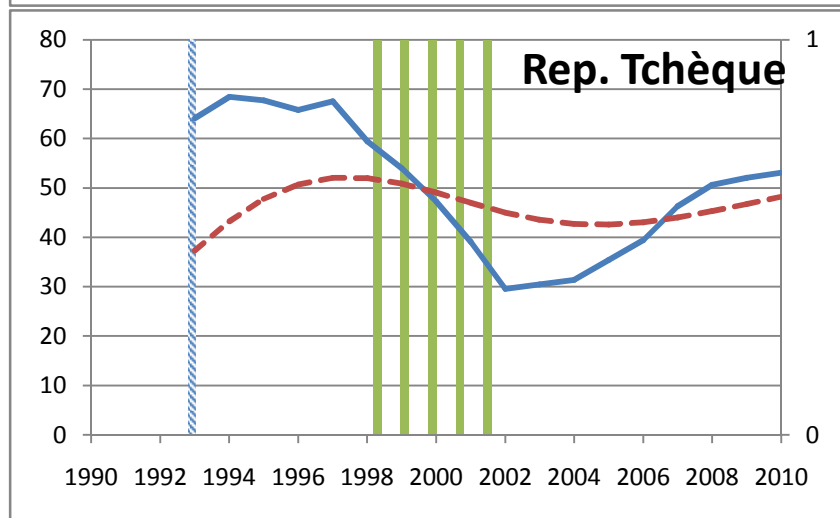
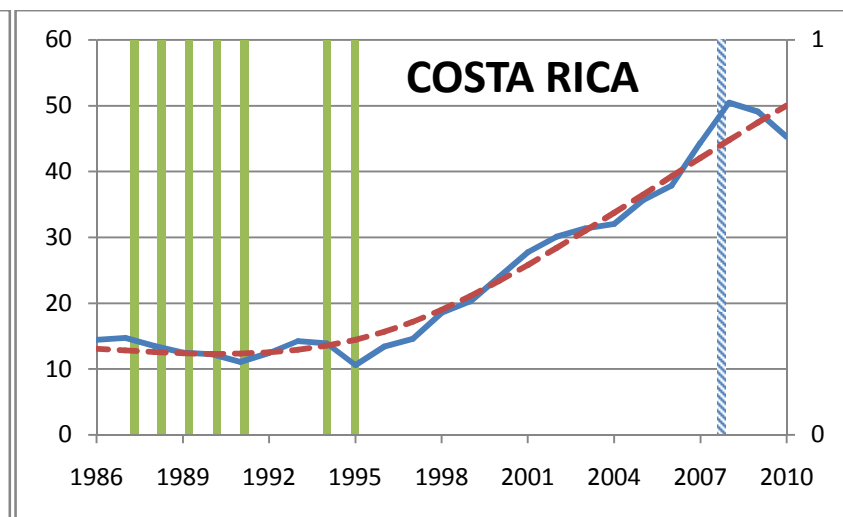
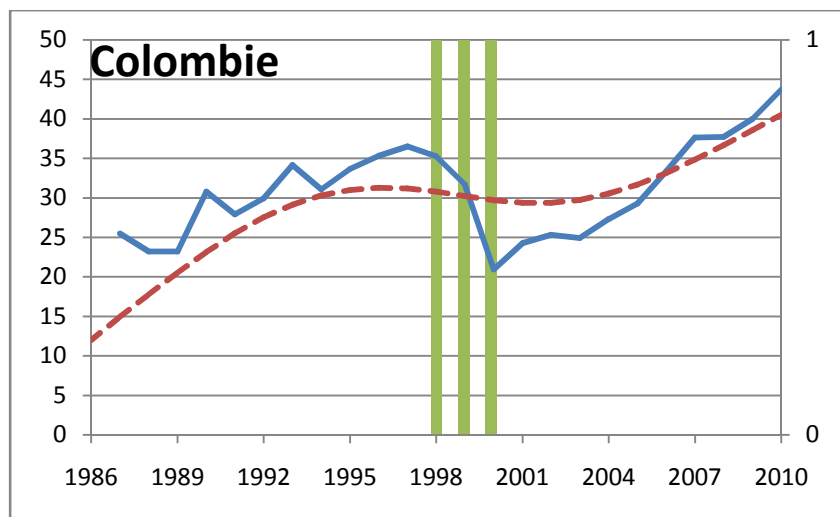
dernier. En agissant ainsi, le contrôle des capitaux permet de baisser considérablement le risque d'instabilité financière dans les pays en développement.

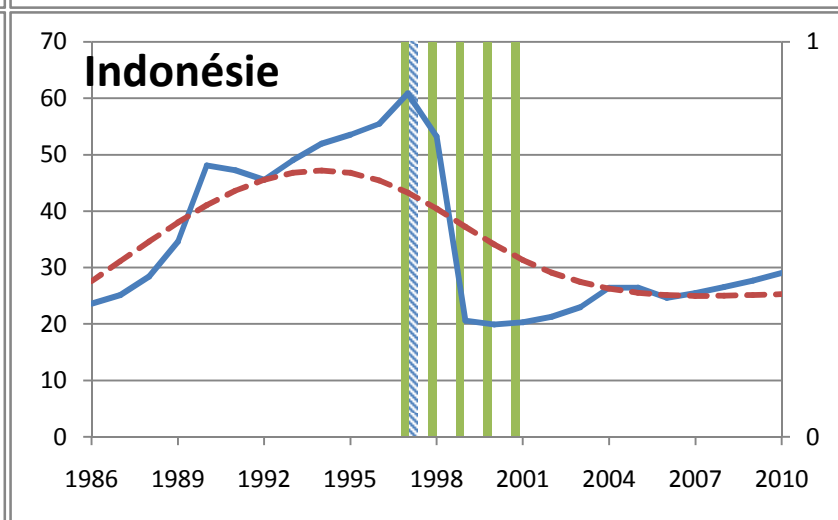
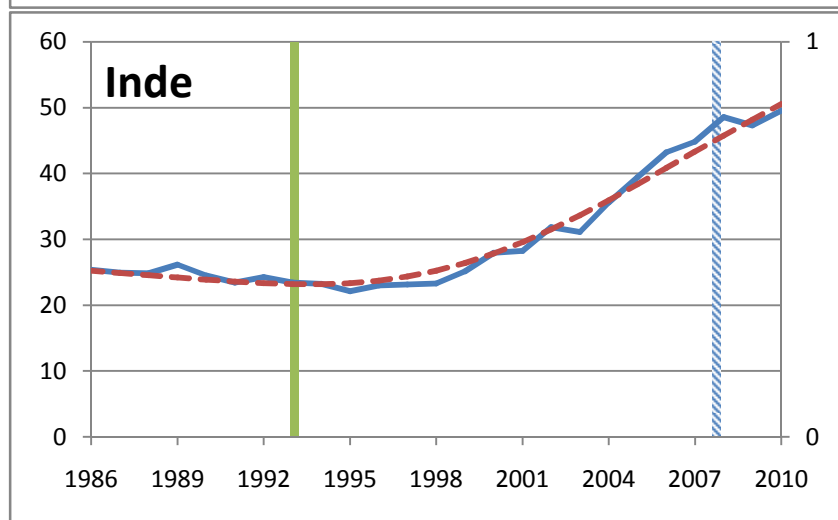
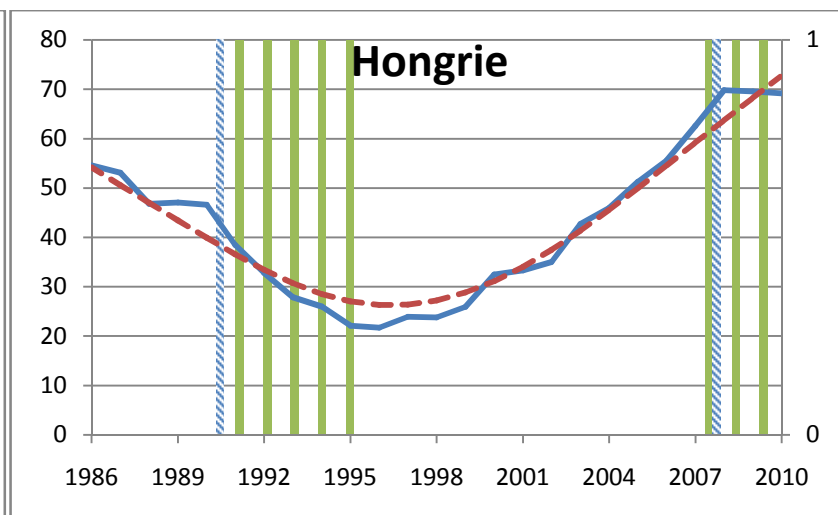
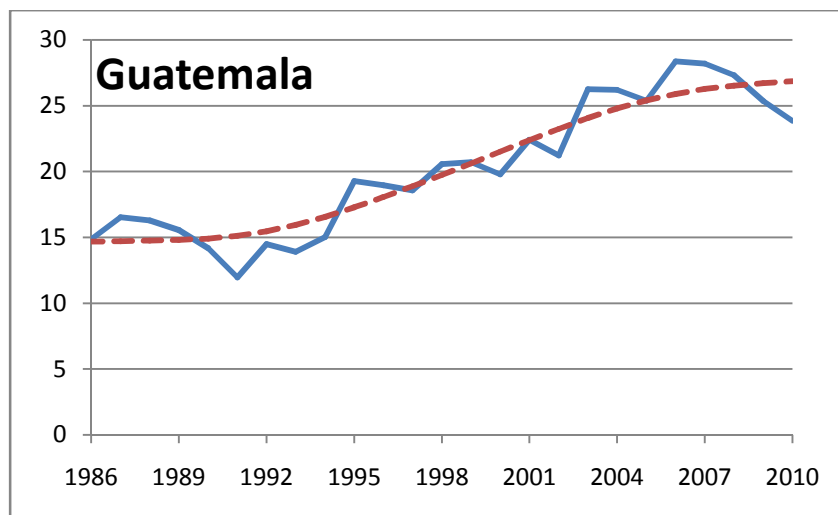
Sur la base des résultats trouvés, nous pouvons conclure à l'efficacité du contrôle des capitaux dans les pays en développement. En agissant sur la composition des flux de capitaux internationaux, une telle politique permet aux pays en développement de bénéficier de capitaux stables et de plus longue maturité. Cela diminuera l'exposition de ces économies aux chocs extérieurs et aux risques de crises financières et bancaires qui en émanent.

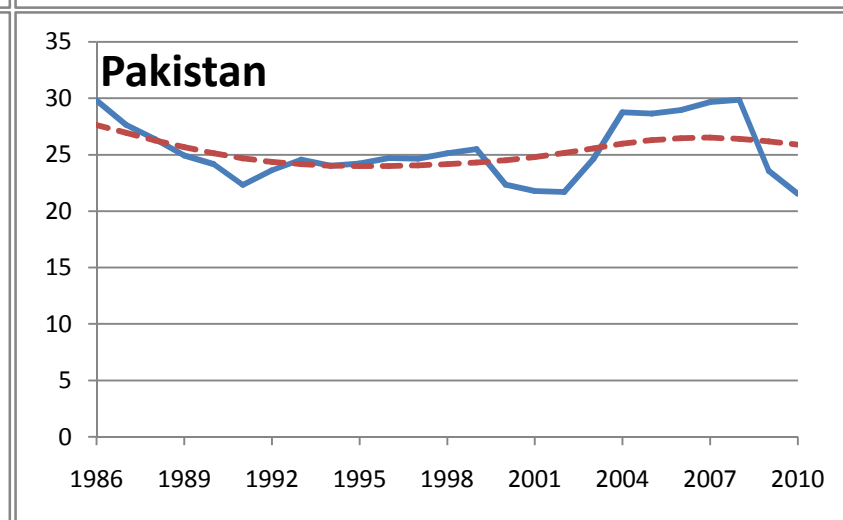
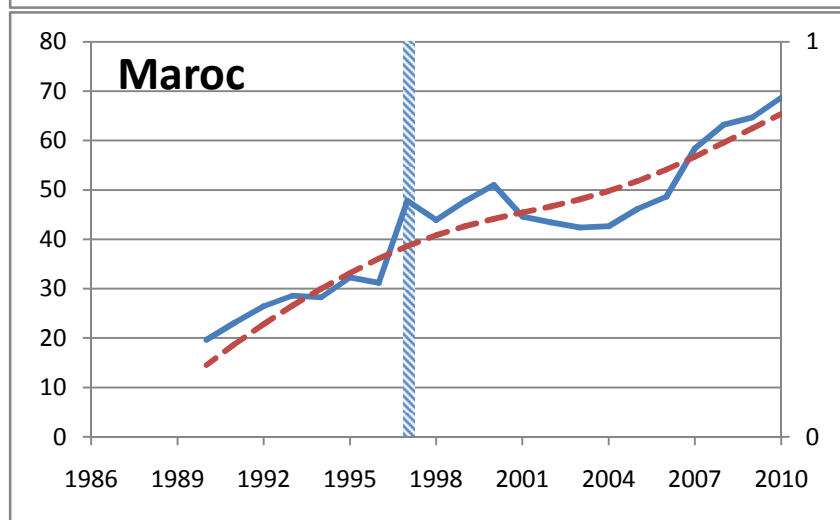
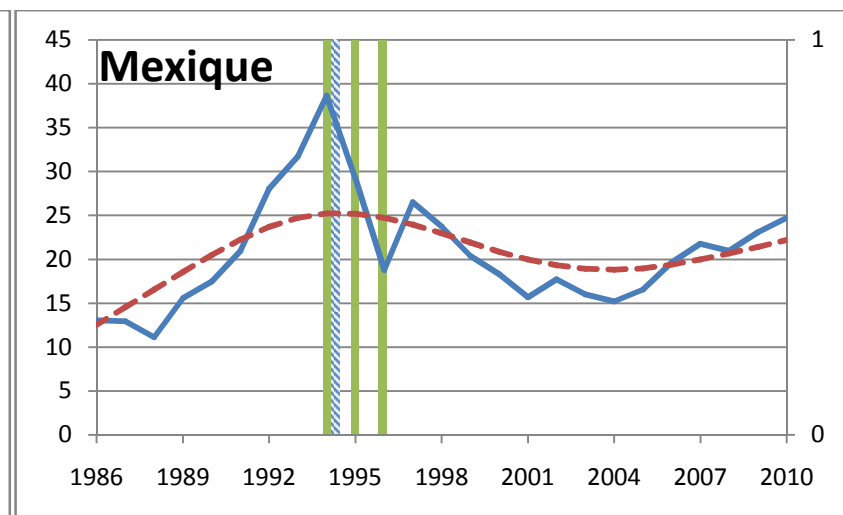
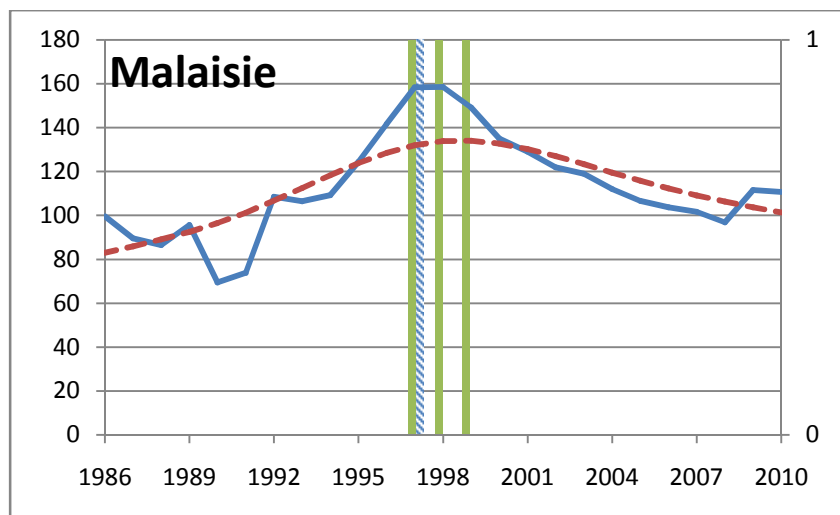
Annexes

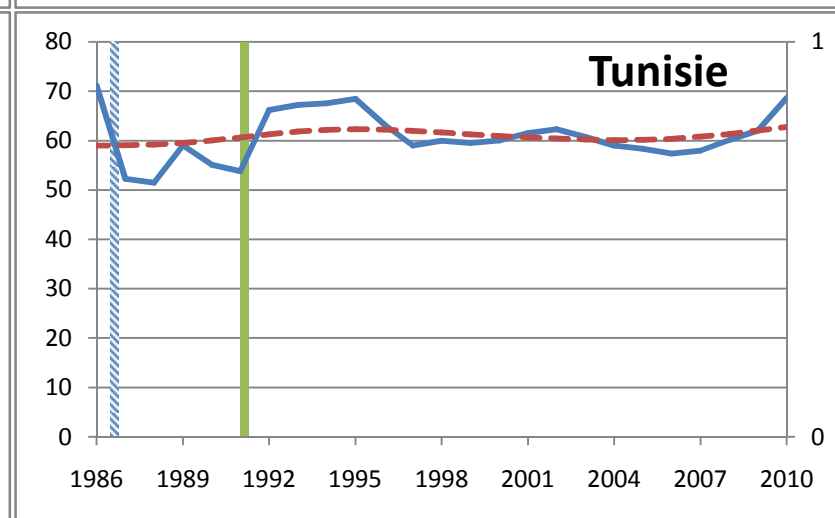
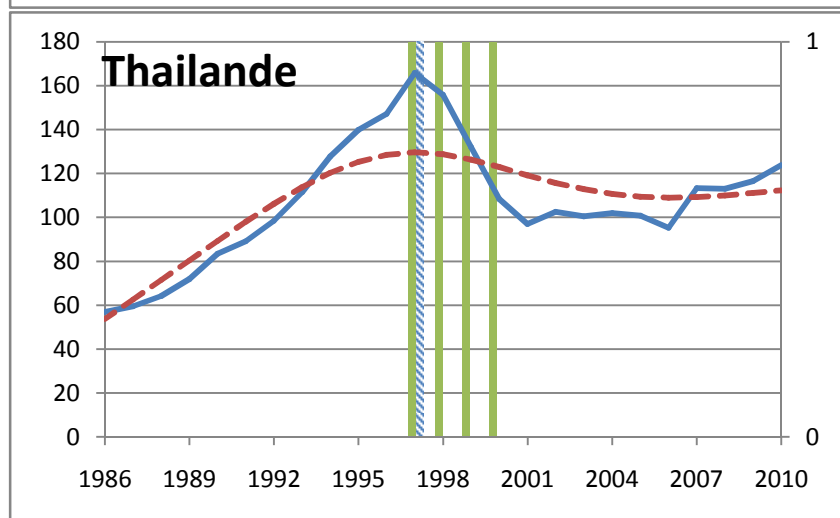
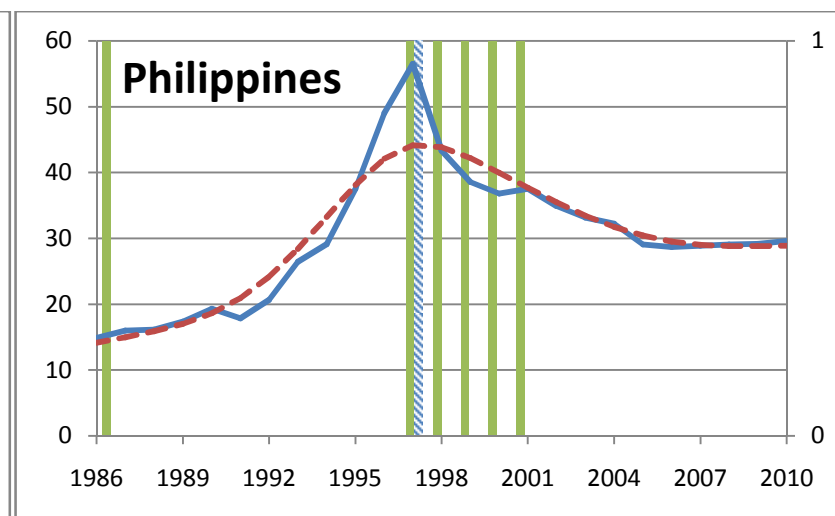
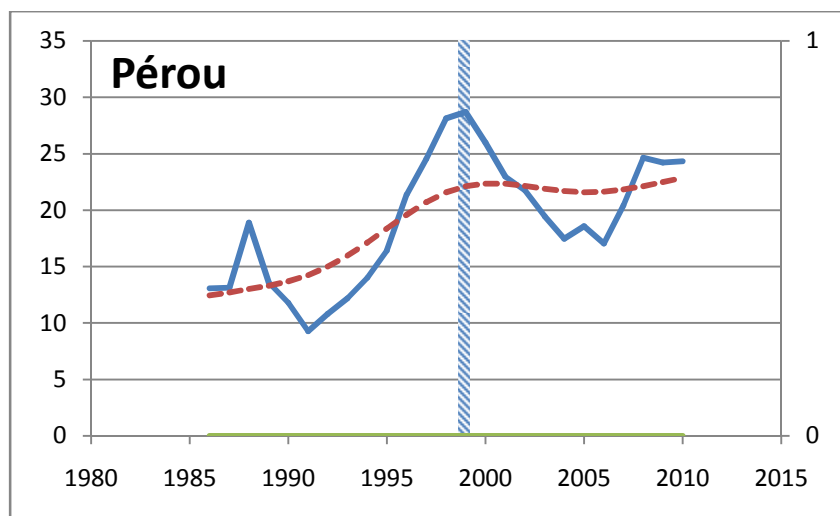
Annexe 3-1 Crises bancaires VS Boom de crédit

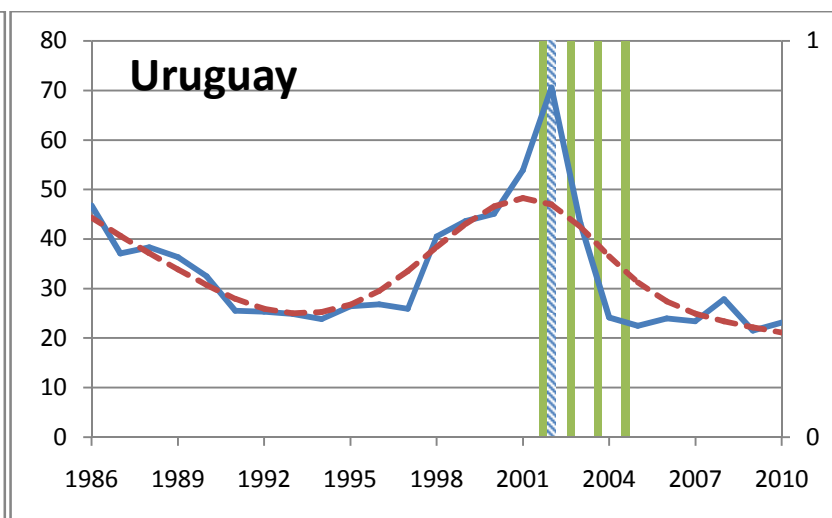
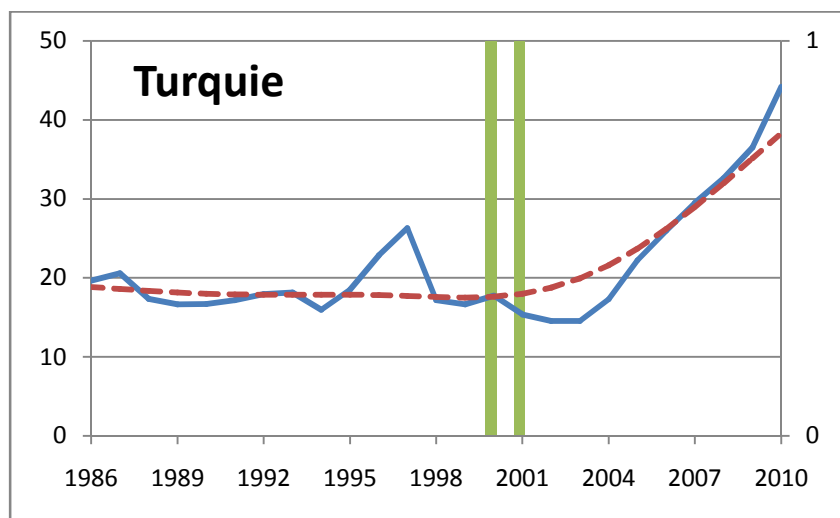












Source : Auteur

Annexe 3-2 Définition et source des variables

Variable	Sources
CREDP	Ratio du crédit domestique au secteur privé /PIB. Source: World development indicator (WDI) (2013)
Indice de Quinn	Mesure du contrôle des capitaux construite par Quinn, Schindler et Toyoda (2011) actualisé par FMI (2013) « External Balance Assessment ». http://www.imf.org/external/np/res/eba/data.htm
Indice de Chinn Ito	Mesure du contrôle des capitaux construite par Chinn et Ito (2008) actualisée en 2011.
Croiss.	Croissance du PIB (% annuel). Source: World development indicator (WDI)
INFL.	Inflation, prix à la consommation (% annuel). Source: World development indicator (WDI)
EXCH	Mesure de flexibilité du régime de change (defacto) extraite de la classification du FMI.
Superv.	Mesure de la supervision bancaire construite par Abiad et al.(2008)
MIN.	Marge d'intérêt nette: définie comme les revenus nets d'intérêt sur l'actif productif moyen. Source: Banckscope publiée par Global Financial Development Database (GFDD) (2013)
DEP/CRE	Dépôt bancaires / crédit bancaires. Source: Financial Development and Structure Dataset (2013)
Ent.Cap.	Entrée des capitaux/PIB. Source: Lane et Milesi-Ferretti (2007) actualisée pour couvrir la période 1970 - 2011
Foreign.debt	Dettes étrangères / PIB. Source: Lane et Milesi-Ferretti (2007) actualisée pour couvrir la période 1970 - 2011
IDE.IPL.	IDE + IPL /PIB. Source: Lane et Milesi-Ferretti (2007) et actualisée pour couvrir la période 1970 - 2011

Annexe 3-3 Statistiques descriptives

Variable	Nombre d'observations	Moyenne	Ecart Type	Minimum	Maximum
Gap de crédit	625	-1,37E-08	8,997312	-82,98188	67,95963
Croiss.	612	4,171689	4,177172	-14,53107	14,2
INFL.	604	62,53625	412,2196	-1,4	7481,691
EXCH	587	10,35094	3,21518	3	14
MIN	486	2,277943	2,146682	-7,513388	7,6411
DEP/CRE	600	1,18018	0,498415	0,2331002	3,333333
Superv.	485	2,113402	0,8089924	0	3
Ent.Cap	611	0,6976239	0,3308694	0,1035952	3,471576
Foreign.debt	611	0,4402515	0,2165066	0,0797045	1,632875
IDE.IPL.	607	0,2575067	0,2335156	0	2,222301
Indice Chinn-Ito	580	0,089892	1,399387	-2,439009	1,863972
Indice Quinn	516	0,3747578	0,2679818	0	0,875

Annexe 3-4 Corrélations entre les variables

	Gap de crédit	Croiss.	INFL.	EXCH.	MIN	DEP/CRE	Superv.	Δ Ent.Cap	Δ Foreign. Debt	Δ IDE.IPL	Indice Chinn- Ito	Indice Quinn
Gap de crédit	1											
Croiss.	-0,020	1										
INFL.	0,099*	-0,281*	1									
EXCH	-0,108*	-0,108*	-0,018	1								
MIN	0,163*	-0,165*	0,447*	-0,041	1							
DEP/CRE	-0,113*	-0,060	0,043	0,078	-0,098*	1						
Superv.	0,040	-0,067	0,190*	-0,125*	0,234*	-0,012	1					
Δ Ent.Cap	0,114*	-0,022	0,016	-0,019	0,047	-0,113*	-0,092*	1				
Δ	0,141*	-0,006	0,042	-0,041	0,072	-0,128*	0,000	0,867*	1			
Δ IDE.IPL	0,028	-0,035	-0,028	0,015	-0,001	-0,044	-0,211*	0,746*	0,310*	1		
Indice Chinn-Ito	-0,046	-0,004	0,164*	-0,219*	0,061	-0,014	0,243*	-0,088*	-0,075	-0,063	1	
Indice Quinn.	-0,057	0,187*	0,073	-0,223*	-0,052	-0,091*	0,150*	-0,079	-0,074	-0,049	0,709*	1

Conclusion générale

La globalisation financière et la libre circulation des capitaux transfrontaliers sont justifiées par les gains potentiels qui peuvent en résulter en termes de croissance économique. Les partisans du libéralisme financier trouvent dans la globalisation financière une solution aux problèmes de rareté du capital (épargne domestique). Dans le cas des PED, une telle pénurie de capital peut être résolue par l'importation de l'épargne étrangère. De même, assortis d'un savoir-faire managérial et technologique étranger et d'un meilleur partage des risques, ces capitaux importés peuvent être alors alloués efficacement dans le pays hôte.

Ainsi placés, les capitaux étrangers permettront théoriquement d'accélérer le développement des systèmes financiers nationaux dans les PED et d'y assurer une croissance soutenue. Toutefois, avec le temps, l'apport positif de la globalisation financière est remis en question. En effet, la progression rapide du mouvement des capitaux internationaux durant les dernières décennies s'est accompagnée d'une succession de crises financières frappant plusieurs pays (dans le monde). Ces crises financières répétitives sont permises de mettre en évidence l'étendue du risque pouvant résulter d'une politique de libéralisation financière démesurée.

Ce paradoxe de la globalisation financière suscite beaucoup d'intérêt de la part des économistes et des décideurs politiques. Le résultat des débats est controversé et les avis divergent quant à l'apport de la libéralisation financière externe. On y trouve à la fois des partisans et des opposants. Les résultats trouvés restent, à ce jour, ambigus et il n'existe toujours pas de position commune entre les économistes sur les effets possibles de la globalisation financière. Dans cette polémique, un point important a cependant été souligné par les deux pôles de la littérature à savoir, l'importance des prérequis indispensables pour mener sans risque une politique de libéralisation financière internationale.

A la lumière de ces constats et en réponse aux nombreuses crises financières qui ont ébranlé les économies développées et en développement, la question de renforcer la résilience des systèmes financiers a pris de l'ampleur dans les milieux académiques et politiques.

Dès lors, plusieurs propositions ont été faites par les institutions financières internationales comme le FMI, la Banque Mondiale et la BRI pour mettre en place un cadre réglementaire adéquat assurant la stabilité de l'ensemble du système financier mondial. L'un des principaux objectifs poursuivis par les réformes proposées vise la maîtrise du risque systémique issu de la globalisation financière. Pour ce faire, une nouvelle approche macro-prudentielle de la régulation a été proposée et fait l'objet d'un important questionnement académique et politique. La dite approche viendra compléter la réglementation micro-prudentielle existante en prenant en considération la forte interconnexion des marchés et le risque systémique qui peut en résulter. Notons qu'une politique de contrôle des capitaux appropriée a fait partie des approches réglementaires proposées dans le cadre de la présente étude.

Face à ces interrogations et à la lumière des différentes positions et des constats soulevés au sujet de l'apport de la globalisation financière et son impact sur la croissance économique des PED, le présent travail a fait l'objet d'une étude empirique concernant les effets de la libre circulation des capitaux internationaux sur la croissance économique et la stabilité du secteur bancaire dans les pays en développement. Au vu des résultats trouvés, nous nous sommes intéressés aux réformes réglementaires nécessaires pour assurer la stabilité financière et minimiser le risque de crise bancaire né de la volatilité des capitaux internationaux.

Les principaux résultats empiriques

Le point de départ du présent travail de thèse se réfère à l'hypothèse théorique qui affirme que la globalisation financière devrait avoir un effet positif sur la croissance économique. L'étude de cette relation fait l'objet du premier chapitre.

Pour ce faire, nous passons en revue la littérature académique portant sur l'effet de la globalisation financière sur la croissance économique et les différents canaux de transmission qui justifient cette relation. Par la suite, nous avons étudié l'effet de la nature des capitaux échangés en termes d'avoirs et d'engagements extérieurs pris séparément, sur la croissance économique. Enfin, nous avons démontré l'importance pour les PED d'assurer certains prérequis indispensables à la réussite de la libéralisation financière. La suite du premier

chapitre a été consacrée à l'analyse empirique de la relation entre la libre circulation des capitaux internationaux et la croissance économique dans les pays en développement. Dans un premier volet, l'étude prend en considération, le caractère bidirectionnel et la composition des capitaux internationaux. La désagrégation de la mesure de la globalisation financière nous a permis d'abord d'étudier séparément les entrées et les sorties des capitaux internationaux et d'apprécier l'effet de chacun de ces flux de capitaux sur la croissance économique. Ensuite, nous avons affiné nos mesures en nous intéressant à la composition des avoirs et des engagements par type de capitaux échangés.

Il ressort de cette étude empirique que la théorie qui défend l'effet positif de la globalisation financière dans les pays en développement se confirme dans le cas de la libéralisation financière *de jure* et non *de facto*. Autrement dit, l'abolition des restrictions réglementaires sur les mouvements des capitaux incite les décideurs à adopter des politiques macroéconomiques plus saines pour attirer les investisseurs étrangers. Par ailleurs, nous trouvons que la libéralisation des mouvements des capitaux transfrontaliers agit négativement sur la croissance économique. Un tel effet émane principalement des engagements envers l'étranger. Cela peut s'expliquer par la quantité négligeable des capitaux domestiques investis par les pays en développement dans le reste du monde. Quant aux capitaux entrants dans les PED, ils représentent une part importante du PIB de ces pays. De plus, les résultats trouvés suggèrent qu'un tel effet de la libéralisation des entrées des capitaux étrangers sur la croissance économique émane principalement des flux de dettes. Ce type de capitaux représente la part dominante des engagements des PED envers l'étranger.

Un tel afflux de capitaux est difficilement gérable dans un cadre institutionnel fragile. Ainsi, dans une deuxième étape de ce travail empirique nous avons utilisé différentes mesures des aspects politique, financier et économique du développement institutionnel. Les résultats trouvés mettent en évidence le rôle modérateur que peut avoir le développement institutionnel dans la relation entre la globalisation financière et la croissance économique. Ainsi l'adoption d'une politique de libéralisation financière externe est plus susceptible de réussir dans les PED, si ces derniers assurent au préalable un niveau de développement institutionnel adéquat. A partir des résultats trouvés, nous avons calculé le seuil de développement institutionnel nécessaire à la réussite d'une telle politique. Il en ressort que le niveau moyen de développement institutionnel des pays en développement est en deçà du seuil requis. Cela

explique donc le résultat trouvé dans le présent chapitre à savoir un effet négatif de la globalisation financière sur la croissance économique.

De telles failles dans l'application de la politique de libéralisation financière externe dans les PED nous amènent à étudier à travers le deuxième chapitre les retombées des résultats trouvés sur les systèmes financiers des pays concernés. En effet, à partir de constats précités, il serait intéressant de savoir si ces failles telles qu'identifiées dans le premier chapitre sont à l'origine des épisodes d'instabilité financière vécues par les PED. La première partie de ce chapitre a fait donc l'objet d'une étude des conséquences de la globalisation financière et la libéralisation du compte de capital sur la stabilité des secteurs bancaires dans les PED. Pour ce faire, on a analysé les déterminants des crises bancaires et le coût qu'elles peuvent engendrer pour les économies touchées. Parmi ces déterminants, et à la lumière des résultats trouvés dans le premier chapitre, nous soulignons le rôle que peut jouer le développement institutionnel et le mouvement des capitaux internationaux dans le déclenchement des crises bancaires.

La deuxième partie de ce chapitre fait l'objet d'une investigation empirique conduite à l'aide d'un modèle logit sur données de panel. L'objectif poursuivi par cette analyse est d'étudier la relation entre les crises bancaires et les mouvements des capitaux internationaux dans les pays en développement. Nos principaux résultats montrent que la libéralisation des mouvements de capitaux internationaux présente un risque pour la stabilité du secteur bancaire dans les PED et accroît la probabilité de déclenchement de crises. L'origine d'un tel risque de crise bancaire serait la libre circulation aussi bien des avoirs à l'étranger que des engagements envers l'étranger. Plus précisément, on trouve que ce risque provient essentiellement de la libéralisation d'un seul type de flux capitaux : les prêts et les emprunts étrangers. Les IDE assurent par contre plus de stabilité au sein du secteur financier et diminuent le risque de crise.

On en conclut donc que les pays en développement, en privilégiant les échanges de capitaux internationaux sous forme de dettes se sont exposés à des crises bancaires très coûteuses et n'ont pas de ce fait bénéficié des avantages attendus de la globalisation financière sur la croissance économique. Les pays en développement doivent alors mettre préalablement en place des politiques de régulation et de gestion de la libre circulation des capitaux pour pouvoir réussir leur intégration financière internationale.

Cette dernière conclusion nous a amené à étudier, dans le cadre du troisième chapitre, les réformes réglementaires qui s'accordent avec l'évolution de la globalisation financière dans le monde. Après avoir passé en revue les insuffisances de la régulation traditionnelle (micro-prudentielle) et le nouveau cadre réglementaire macro-prudentiel qui cible le risque systémique, nous avons mis en lumière le rôle joué par l'un des instruments de régulation des mouvements de capitaux à savoir: le contrôle des capitaux.

Dans la deuxième partie de ce chapitre, nous avons mené une étude empirique sur l'effet de l'instauration d'une politique de contrôle des capitaux sur la stabilité financière dans les pays en développement. Cette étude est basée sur un indicateur de détection précoce de stress financier proposé par les travaux académiques récents dont ceux de la BRI :le « gap de crédit ».

Cet indice nous permet d'identifier un seuil de crédit au secteur privé au-delà duquel le niveau d'octroi de crédit devient excessif et expose le secteur bancaire à une forte instabilité.

Le choix de la mesure de stabilité financière est alors directement lié à la problématique générale de la thèse. En effet, les capitaux internationaux entrants dans les PED sont généralement intermédiés par le secteur bancaire. Une réglementation laxiste, une insuffisance de la supervision bancaire et une concurrence accrue poussent les banques à l'octroi excessif de crédit et à mobiliser des sources de financement instables. Cette catégorie de crédit est alimentée par des capitaux internationaux au détriment de la qualité des emprunteurs. Il y a dès lors une augmentation des crédits non performants.

Toutefois, en cas de choc subi par le pays hôte, un retrait des capitaux internationaux (dû à une perte de confiance des investisseurs étrangers) peut déboucher sur une chute du niveau des crédits (*credit bust*). Un tel scénario peut entraîner des effets dévastateurs sur les conditions macroéconomiques du pays suivis de déclenchement de crises.

Pour protéger le secteur financier contre tout risque d'instabilité, il est impératif pour les PED de mettre en place un cadre de régulation et de contrôle prudentiel adéquat permettant de faire face à cette large fluctuation des capitaux internationaux. Les résultats empiriques trouvés dans ce chapitre sont conformes aux arguments pré cités et montrent que l'entrée des capitaux étrangers dans les pays en développement pousse à l'octroi de crédits excessifs par les banques. Contrairement aux IDE, c'est plutôt le recours à l'endettement extérieur qui agit sur le niveau des crédits domestiques accordés au secteur privé. Un contrôle sur la libre

circulation des capitaux permettra de baisser le gap de crédit et diminuera ainsi l'exposition des PED au risque de boom de crédit. Les résultats trouvés sont robustes et se confirment pour deux mesures différentes du contrôle des capitaux.

Au terme de cette thèse, nous concluons que la globalisation financière peut présenter des avantages très importants pour les PED. Un tel effet est conditionné par l'adoption d'une politique de contrôle des capitaux. Toutefois, ces instruments de régulation et de contrôle doivent être implantés dans ces pays au sein d'un cadre institutionnel développé leur assurant le respect des règles et des lois mises en place, empêchant ainsi toute tentative de contourner les procédures légales instaurées à cet effet par les PED.

Quelques pistes de réflexion

Le présent travail de thèse n'est pas exempt de limites et de prolongements possibles pouvant venir l'enrichir. D'autres pistes sont alors à explorer.

D'abord, dans le prolongement du chapitre 3, on peut approfondir les résultats obtenus en utilisant d'autres mesures d'instabilité financière ou en construisant un indice composite.

De même, il serait intéressant d'intégrer dans notre étude empirique, en plus du contrôle des capitaux, d'autres instruments de la régulation macro-prudentielle.

Ensuite, nous n'avons pas abordé dans la partie empirique de cette thèse l'effet de la contagion sur la stabilité financière. Pour ce faire, il serait intéressant d'utiliser des techniques d'estimation d'économétrie spatiale.

Enfin, un troisième axe de recherche consisterait à étudier la coordination entre la politique monétaire, micro-prudentielle et macro-prudentielle. En effet, eu égard aux défis de l'évolution future de la globalisation financière en générale et face aux coûts économiques et sociaux importants de la crise, la question d'un cadre réglementaire optimal permettant une stabilité systémique des marchés financiers a fait l'objet d'un débat au sein de la communauté des praticiens et académiques important. Une telle littérature a mis en lumière plusieurs points importants qu'il serait intéressant d'aborder dans le cadre de recherches futures.

D'abord, pour assurer la stabilité financière dans des économies ouvertes, fortement exposées au risque systémique, il serait indispensable d'aller au-delà de la régulation micro-prudentielle et de mettre en place une politique macro-prudentielle. Ceci aurait pour objectif d'assurer la stabilité du système financier dans sa globalité et de le préserver des effets de contagion issus de la forte interconnexion entre les institutions financières. Ensuite, les solutions proposées

par le milieu académique amènent à réfléchir sur les modalités de mise en œuvre de la politique macro-prudentielle. Des questions se sont dès lors posées quant au choix des instruments macro-prudentiels adéquats et de la structure de gouvernance optimale permettant d'endiguer tout risque potentiel de déroute financière et économique.

La régulation macro-prudentielle consiste à mettre en place de nouveaux instruments (ex : coussin de capital contracyclique) ou de calibrer les outils prudentiels traditionnels (ex : surcharge en capital) dans le but de limiter le caractère procyclique du système financier et de prévenir le risque systémique. L'adoption d'une telle politique viendrait compléter le cadre réglementaire existant. En effet, le déclenchement de la crise de 2007-2008 a montré les limites d'une approche purement micro-prudentielle de la régulation bancaire et financière.

Un premier axe de recherche potentiel pourrait donc porter sur l'étude de la coordination entre la politique macro-prudentielle, micro-prudentielle et monétaire pour atteindre l'objectif de stabilité financière dans les pays ouverts aux échanges de capitaux internationaux. En effet, des conflits d'objectif peuvent exister entre ces trois politiques.

D'abord, la régulation prudentielle traditionnelle, généralement complémentaire à la politique macro-prudentielle, poursuit un objectif de stabilité des institutions prises individuellement qui peut aller à l'encontre de la stabilité du système financier dans son ensemble. Ensuite, la régulation micro-prudentielle peut avoir des objectifs contradictoires à ceux poursuivis par la politique monétaire. Un tel conflit d'objectif peut avoir lieu par exemple dans une situation où l'économie fait face à une bulle sur les prix d'actifs en même temps qu'un risque de déflation, tous deux nécessitant des interventions opposées.

Enfin, la politique macro-prudentielle pourrait avoir des effets négatifs sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire, notamment le canal de crédit. En effet, une variation du taux d'intérêt directeur agit sur le niveau d'endettement qui à son tour représente une des cibles de la politique macro-prudentielle. Ainsi la banque centrale devrait prendre en compte, l'incidence de la politique macro-prudentielle sur la réalisation de son objectif premier de stabilité des prix et vice versa.

En réponse à la crise de 2007-2008 et face à d'importante tension sur le marché monétaire et financier, les banques centrales ont eu recours à des mesures « non conventionnelles » ciblant la stabilité financière.

Cela remet en cause la politique de la banque centrale qui se base sur *le principe de séparation*, Bordes et al.(2010). Ce dernier stipule que seule la stabilité monétaire est du ressort de la banque centrale, tandis que la stabilité financière devrait être assurée par les autorités de supervision. Rappelons qu’historiquement, les banques centrales poursuivaient en premier un objectif de stabilité financière BRI (2009)²⁹. Depuis le début des années 1980, les banques centrales ont fait de la stabilité des prix leur objectif prioritaire. En effet, cette époque a été marquée par une longue période de stabilité financière contre une importante instabilité des prix. Toutefois, contrairement à l’idée avancée par Schwartz (1995), la crise a mis en exergue le fait que la stabilité monétaire, assurée par la banque centrale, est une condition insuffisante pour assurer la stabilité financière. Ainsi, en réaction à une instabilité financière pouvant mettre en danger la stabilité des prix, les banques centrales ont dû élargir leur mandat en y intégrant un objectif de stabilité financière. Pour ce faire, elles ont utilisé un éventail d’instruments de régulation. En effet, la politique monétaire qui se limitait à un seul instrument, le taux d’intérêt, pour atteindre son objectif principal qui est l’inflation cible, devrait recourir à de nouveaux instruments pour assurer en plus l’objectif de stabilité financière.

Ainsi, cette remise en question de la politique des banques centrales et les nouvelles responsabilités qui lui sont attribuées soulèvent plusieurs questions de recherche futures :

Quelles sont les conséquences du nouveau mandat attribué à la banque centrale sur l’efficacité de la politique monétaire? Les banques centrales pourront-elles maintenir leur crédibilité et leur indépendance si elles poursuivent un objectif de stabilité financière en plus de celui des prix ? La banque centrale devrait-elle assurer exclusivement la fonction de régulateur micro et macro-prudentiel ? Ou devrait t- il y avoir des autorités de contrôle prudentiel indépendantes? Une telle autorité devrait-elle opérer en coordination avec la banque centrale ?

Compte tenu du débat actuel sur la gouvernance macro-prudentielle et le rôle que jouent les banques centrales, il serait intéressant de tester empiriquement l’effet de l’élargissement du mandat de cette dernière sur l’efficacité de la politique monétaire et la stabilité financière.

²⁹Banque des Règlements Internationaux (2009), “Les enjeux de la gouvernance des banques centrales”, Rapport établi par le Groupe sur la gouvernance des banques centrales. Sous la présidence de Guillermo Ortiz, Gouverneur de la Banque du Mexique

Pour ce faire, nous pouvons nous baser sur les modèles institutionnels présentés par Nier *et al.* (2011), Luis *et al.* (2012) et Lim *et al.* (2013) dans lesquels, différents degrés d'implication de la banque centrale (Chapitre 3- Section 3-3) dans la régulation macro-prudentielle sont proposés.

Bibliographie

Abdullahi, D. A. (2013). Effects of Financial Liberalization on Financial Market Development and Economic Performance of the SSA Region: An empirical assessment. *Economic Modelling*, Volume 30, January, Pages 261–273.

Abhakorn, P. et Tantisantiwong, N. (2012). A reexamination of capital controls' effectiveness: Recent experience of Thailand. *Journal of Asian Economics* 23(1): 26–38.

Abiad, A. G., Tressel, T. et Detragiache, E. (2008). A New Database of Financial Reforms. *IMF Working Papers*, Volume, pp. 1-28, December 2008.

Acemoglu, D. et Zilibotti, F. (1997). Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification and Growth. *Journal of Political Economy*, 105, 709-752.

Acharya, V. (2009). A theory of systemic risk and design of prudential bank regulation. *Journal of Financial Stability* 5, 224-255.

Achy, L. (2003). Financial Liberalization, Saving, Investment and Growth in the MENA Countries. *Middle East Economics*, Vol.6, pp.1-28.

Adhikary, B. K. (2011). FDI, Trade Openness, Capital Formation, and Economic Growth in Bangladesh: A Linkage Analysis. *International Journal of Business and Management*, 6, 17-28.

Adrian, T. et Shin, H. S. (2010). Financial Intermediaries and Monetary Economics. *Federal Reserve Bank of New York Staff Report No 398*, rev.

Agénor, P. R. (1998). The Surge in Capital Flows: Analysis of 'Pull' and 'Push' Factors. *International Journal of Finance and Economics*, No. 3, pp. 39–57.

Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S. et Volosovych, V. (2008). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? an empirical investigation. *Review of Economics and Statistics* 90 (2), 347-368.

Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S. et Volosovych V. (2005). Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions. *NBER Working Paper* ., 11696 (October).

Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S. et Sayek, S. (2004). FDI and Economic Growth, The Role of Local Financial Markets. *Journal of International Economics* 64, 113-134.

Allen, F. et Herring, R. (2001). Banking Regulation versus Securities Market Regulation. *Center for Financial Institutions Working Papers 01-29*, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.

Allen, F. et Gale, D. (1997). Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing. *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 105(3), pages 523-46, June.

Allen, F. et Gale, D. (2000). Financial contagion. *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 108(1), pages 1-33, February., pages 108- 133.

Allen, F. et Gale, D. (2003). *Financial Fragility, Liquidity and Asset Prices*. Center for Financial Institutions Working Papers 01-37, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.

- Al-Sadiq Ali J. (2013). Outward Foreign Direct Investment and Domestic Investment. *IMF Working Papers 13/52, International Monetary Fund*.
- Al-Sadiq Ali J. (2013). The effects of foreign direct investment on private domestic investment: evidence from developing countries. *Empirical Economics, Springer, Springer*, vol. 44(3), pages 1267-1275, June.
- Aoki, K., Benigno, G. et Kiyotaki, N. (2010). Adjusting to capital account liberalization. *CEPR Discussion Papers 8087, C.E.P.R. Discussion Papers*.
- Ariyoshi, A., Habermeier, K., Laurens, B., Otker-Robe, I., Canales-Kriljenko, J. et A. Kirilenko. (2000). Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization. *IMF Occasional Paper No. 190. Washington, DC: International Monetary Fund*.
- Arteta, C., Eichengreen, B., Wyplosz, C. (2001). When Does Capital Account Liberalization Help More Than it Hurts? *NBER Working Papers 8414*.
- Aysan, A. F., Dalgic, C.H., et Demirci, M. (2010). Macroeconomic, Sector Specific and Bank Specific Determinants of Net Interest Rate: What Matters More For An Emerging Market Economy? *EcoMod 2010 paper*.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: a Description of the Money Market*. New York: Scribner, Armstrong; reprint New York: John Wiley & Sons, et al.: 1999.
- Bakker, B. et Gulde, A. . (2010). The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies? *IMF Working Paper 10/130*.
- Baltagi, B.H., Demetriades, P.O. et Law, S.H. . (2007). Financial Development, Openness and Institutions: Evidence from Panel Data. *World Economy and Finance Research Programme, Working Papers n° 0022*.
- Bank of England. (2009). The role of macroprudential policy: A Discussion Paper. *Bank of England Discussion Paper*.
- Bank of England. (2011). Instruments of macroprudential policy. *Discussion Paper, December*.
- Barajas, A., Dell'Ariccia, G. et Levchenko, A. (2009). Credit Booms: the Good, the Bad, and the Ugly. *Washington, DC: IMF, manuscript*.
- Barth, J., Caprio, G. et Levine, R. (2001). Bank regulation and supervision: what works best? *World Bank Policy Research Working Paper No 2775*.
- Barth, J., Caprio, G. et Levine, R. . (2006). *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*. New York: Cambridge University Press.
- Bartolini, L. et Drazen, A. (1997). Capital Account Liberalization as a Signal. *NBER Working Papers 5725, National Bureau of Economic Research, Inc*.
- Basel Committee on Banking Supervision. (1998a). Framework for internal control systems in banking organisations. *Bank for International Settlements*.
- Basel Committee on Banking Supervision. (1998b). Enhancing bank transparency: Public disclosure and supervisory information that promote safety and soundness in banking systems. *Bank for International Settlements*.

- Basel Committee on Banking Supervision. (2001). Pillar 3 (Market Discipline). *supporting document to the new Basel Capital Accord, Bank for International Settlements*.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2010). Countercyclical Capital Buffer Proposal. *Consultative Document, June*.
- Baumann, U. et Nier, E. (2003). Market Discipline, Disclosure and Moral Hazard in Banking. *bank of England Working paper*.
- Bayraktar, N. et Yan, W. (2004). Foreign Bank Entry, Performance of Domestic Banks and Sequence of Financial Liberalization. *Policy Research Working Paper No. 3416, World Bank*.
- Beck, N., et Katz, J. N. (1995). What to do (and not to do) with Time-Series Cross-Section Data. *American Political Science Review*, 89: 634–647.
- Beck, T., Levine, R., et Loayza, N. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics, Elsevier, Elsevier*, vol. 58(1-2), pages 261-300.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., et Levine, R. (2003). Bank Concentration and Crises. *NBER Working Papers 9921, National Bureau of Economic Research, Inc.*
- Bekaert, G. (1995). Market integration and investment barriers in emerging equity markets. *The World Bank Economic Review*, 9, 75–107.
- Bekaert, G., Harvey, C.R et Lundblad, C. (2001). Emerging equity markets and economic development. *Journal of Development Economics*, vol. 66(2), pages 465-504,.
- Bekaert, G., Harvey, C.R et Lundblad, C. (2005). Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial Economics* (N° 77), pages 1-56.
- Ben Gamra, S. et Plihon, D. (2007). Politiques de libéralisation financière et crises bancaires. *Économie Internationale* (N°112).
- Binici, M., Hutchison, M., et Schilndler, M. (2009). Controlling Capital? Legal Restrictions and the Asset Composition of International Financial Flows. *IMF Working Papers 09/208, International Monetary Fund*.
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G. et Mauro, P. (2010). Rethinking macroeconomic policy. *International Monetary Fund Staff Position Note, SPN/10/13*.
- Blundell-Wignall, A. et Roulet, C. (2013). Macro-prudential Policy, Bank systemic Risk and Capital Controls. *OECD Journal: Financial Market Trends, Vol. 2013/2*.
- Bonfiglioli, A. et Mendicino, C. (2004). Financial Liberalization, Bank Crises and Growth: Assessing the Links. *Economics and Finance Working Paper No. 567 (N° 567, October.)*.
- Bordes, C. et Clerc, L. (2010). The ECB art of central banking and the separation principle". *WP 290, Banque de France, Août*.
- Bordo, M., Eichengreen, B., Klingebiel, D., et Martínez-Pería, M.S. (2001). Is the Crisis Problem Growing More Severe? *Economic Policy* 16, April, pages 51–82.
- Borensztein, E., De Gregorio, J. et Lee, J. W. (1998). How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth? *Journal of International Economics* 45: 115–135.
- Borio, C. (2003). Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation? *BIS Working Papers* (N°128).

- Borio, C. et Drehmann, M. (2009). Assessing the risk of banking crises – revisited. *BIS Quarterly Review*, March, 29–46.
- Borio, C. et P. Lowe, . (2002). Assessing the risk of banking crises. *BIS Quarterly Review*, December, 43–54.
- Bos J.W.B., Economidou, C. et Zhang, L. . (2011). Specialization in the Presence of Trade and Financial Integration: Explorations of the Integration-Specialization Nexus. *METEOR Research Memorandum*, RM/11/026.
- Bosworth, Barry P., et Susan M. Collins. (1999). Capital flows to developing economies: Implications for saving and investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, Issue no. 1:143–69.
- BRI. (1994). 64th Annual Report. *Basel, Switzerland: BIS*.
- BRI. (2011). Réforme de la réglementation financière : réalisations, risques et perspectives. *81e Rapport annuel, chapitre V*.
- Bruinshoofd, A., Candelon, B. et Raabe, K. (2010). Banking Sector Fragility and the Transmission of Currency Crises. *Open Economies Review*, Springer, vol. 21(2), pages 263-292, April.
- Busse, M., et Hefeker, C. (2007). Political risk, institutions and foreign direct investment. *European Journal of Political Economy*, Elsevier, vol. 23(2), pages 397-415, June.
- Bussière, M., Cheng G., Chinn, M. et Lisack, N. (2013). Capital Controls and Foreign Reserve Accumulation: Substitutes or Complements in the Global Financial Crisis? *mimeo* (March 28, 2013).
- Caballero, J. (2012). Do Surges in International Capital Inflows Influence the Likelihood of Banking Crises? Cross-Country Evidence on Bonanzas in Capital Inflows and Bonanza-Boom- Bust Cycles. *Research Department Publications 4775, Inter-American Development Bank, Research Department*.
- Calderon, C., et Kubota, M. (2012). Gross inflows gone wild : gross capital inflows, credit booms and crises. *Policy Research Working Paper Series 6270, The World Bank*.
- Calderon, C., et Kubota, M. (2013). Sudden stops: Are global and local investors alike? *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 89(1), pages 122-142.
- Calvo, G. A., Leiderman, L. et Reinhart, C.M. (1996). Capital flows to developing countries in the 1990s: causes and effects. *Journal of Economic Perspectives*, vol 10, pages 123-39.
- Calvo, G.A., Izquierdo, A., et Mejia, L.F. (2008). Systemic sudden stops: the relevance of balance-sheet effects and financial integration. *NBER working paper*(14026).
- Caprio, G. et Klingebiel, D. (1996). Bank insolvencies: Cross-country experience. *World Bank Policy Research Working Paper*(N°1620).
- Caprio, G. et Klingebiel, D. (2003). Episodes of Systematic and Borderline Financial Crises. *World. Bank working paper*.
- Caprio, G., Klingebiel, D., Laeven, L. et Noguera, G. (2005). Banking Crisis Database. In *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*. Honohan, Patrick, and LucLaeven (eds). New York, NY: Cambridge University Press.

- Cardarelli, R., Elekdag, S. et Kose, A. (2010). Capital inflows: Macroeconomic implications and policy responses. *Economic Systems, Elsevier*, vol. 34(4), pages 333-356, December.
- Cardenas, M. et Barrera, F. (1997). On the effectiveness of capital controls: the experience of colombia during the 1990s. *Journal of Development Economics* 54 (1), 27–57.
- Cardoso, E., et Goldfajn, I. (1998). Capital flows to Brazil: The endogeneity of capital controls. *IMF Staff Papers* 45 (1): 161–202.
- Cartapanis, A. (2007). Les paradoxes de la relation entre globalisation financière et croissance », Quels capitalismes pour le XXIème siècle ? *Le Cercle des Economistes*, 2007, (pp. 61-65).
- Cartapanis, A. (2011). La crise financière et les politiques macroprudentielles: Inflexion réglementaire ou nouveau paradigme ? *Revue économique*, Vol. 62.
- Carvalho, B. et M. Garcia. (2006). Ineffective Controls on Capital Flows Under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties. *NBER Working Paper*(No. 12283).
- Cavallo, E. (2005). Trade, gravity, and sudden stops: on how commercial trade can increase the stability of capital flows. *Working Paper 2005-23, Federal Reserve Bank of Atlanta*.
- Cavallo, E. et Frankel, J. (2007). Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops, or Less? Using Gravity to Establish Causality. *RES Working Papers 4544, Inter-American Development Bank, Research Department*.
- Chandrasekhar, C.P. (2004). Financial liberalization and the macroeconomics of poverty reduction. *Résumé thématique sur la libéralisation financière pour le Programme Asie-Pacifique sur la macroéconomie de la réduction de la pauvreté. PNUD*.
- Chang, R. et Velasco, A. (1998). Financial Crises in Emerging Markets. *NBER Working Papers, National Bureau of Economic Research, Inc 6606, National Bureau of Economic Research, Inc*.
- Chang, R., et Velasco, A. (1998). Financial Fragility and the Exchange Rate Regime. *NBER Working Papers 6469, National Bureau of Economic Research, Inc*.
- Chinn, M. et Itô, H. (2006). What matters for financial development? capital controls, institutions and interactions. *Journal of Development Economics* Vol. 82, p. 163 – 192.
- Chinn, M. et Itô, H. (2008). A New Measure of Financial Openness. *Journal of Comparative Policy Analysis*, pages 307-320.
- Claessens, S., Demirgüç-Kunt, A. et Huizinga, H. (2001). How does foreign entry affect domestic banking markets? *Journal of Banking and Finance*, pages 891-911.
- Claessens, S. et van Horen, N. (2012). Foreign Banks: Trends, Impact and Financial Stability. *IMF Working Papers 12/10, International Monetary Fund*.
- Clarke, George, Cull, Robert, Maria Soledad Martinez Peria, et Susana M. Sánchez,. (2003). Foreign Bank Entry: Experience, Implications for Developing Countries, and Agenda for Further Research. *World Bank Research Observer* 18 (1), 2003, 25-40.
- Committee on the Global Financial System. (2010). Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences. *CGFS Papers. No. 38*.
- Cordella, T. et Yeyati, E.L. (1998). Public Disclosure and Bank Failures. *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 45, n°1.

- Corsetti, G., Pesenti, P., et Roubini, R. (1999). What caused the Asian currency and financial crisis. *Japan and the World Economy, Elsevier*, vol. 11(3), pages 305-373, October. .
- Coudert, V. et Pouvelle, C. (2008). La croissance des crédits dans les pays d'Europe centrale et orientale est-elle excessive ? *Bulletin de la Banque de France, Banque de France*, issue 172, pages 39-67.
- Das U., Papaioannou M. et Trebesch C. (2010). Sovereign Default Risk and Private Sector Access to Capital in Emerging Markets, . *IMF Working Paper WP/10/10*. .
- Dasgupta, D. e. (2000). What Factors Appear to Drive Private Capital Flows to Developing Countries? And How Does Official Lending Respond? *Policy Research Working Paper 2392. World Bank, Washington, DC*.
- Daude, C. et Stein, E. (2007). The Quality of Institutions and Foreign Direct Investment. *Economics and Politics* 19 (3): pp. 317-44.
- De Bandt, O., et P. Hartmann. (2000). Systemic risk : A survey. *CEPR discussion paper*.
- De Grauwe, P. (2000). Controls on Capital Flows. *Journal of Policy Modeling*, Vol. 22(No. 3), PP 391-405.
- De Grauwe, P. (2008). The banking crisis: causes, consequences and remedies. *CEPS Policy Brief No. 178, November 2008*.
- De Gregorio, J. (1992). Economic growth in Latin America. *Journal of Development Economics* 39, pp. 59-83.
- De Gregorio, J., Edwards, S. et Valdès, R. (2000). Controls on capital inflows: do they work? *Journal of Development Economics, Elsevier*, vol. 63(1), pages 59-83, October.
- De Mello Jr Luiz R. (1999). Foreign Direct Investment-led growth: evidence from time series and panel data. *Oxford Economic Papers*, 51:133-151.
- Dell'Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L. et Tong, H. (2012). Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms. *IMF Staff Discussion Note SND/12/06*.
- Demirgüç-Kunt, A. et Detragiache, E. (2005). Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey. *IMF Working Papers 05/96, International Monetary Fund*.
- Demirgüç-Kunt, A. et Detragiache, E. (2000). Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logit Approach. *The World Bank Economic Review*, pages 287-307.
- Demirgüç-Kunt, A. et Detragiache, E. (2002). Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation. *Journal of Monetary Economics, Elsevier*, vol. 49(7), pages 1373-1406, October.
- Demirgüç-Kunt, A. et Detragiache, E. (1998a). Financial Liberalization and Financial Fragility. *World Bank, Working Paper*(N. 1917).
- Demirgüç-Kunt, A. et Detragiache, E. (1998b). The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries. *IMF Staff Papers*, 45(1), pp.81-109.
- Demirgüç-Kunt, A. et Levine, R. (2008). Finance, financial sector policies, and long-run growth. *Policy Research Working Paper Series 4469, The World Bank*.

- Demirgüç-Kunt, A., Karacaovali, B. et Laeven, L. (2005). Deposit insurance around the world: a comprehensive database. *Policy Research Working Paper Series 3628, The World Bank*.
- Demirgüç-Kunt, A., Kane, E.J., et Laeven, L. (2008). Determinants of deposit-insurance adoption and design. *Journal of Financial Intermediation*, 407-438.
- Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L. et Levine, R. (2003). Regulations, market structure, institutions, and the cost of financial intermediation. *NBER Working Papers 9890, National Bureau of Economic Research, Inc.*
- Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. et Min, H. G. (1998). Opening to Foreign Banks: Issues of Stability, Efficiency, and Growth. in *Proceedings Bank of Korea Conference on the Implications of Globalization of World Financial Markets, Central Bank of Korea, pages 83-105. Seoul, Korea.*
- Desai, M.A., Foley, F. et Hines Jr., J.R. (2005). Foreign direct investment and domestic Economic Activity. *National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper 11717.*
- Desai, Mihir, C. Fritz Foley, et James Hines. (2002). Capital Controls, Liberalizations, and Foreign Direct Investment. *Harvard Business School and University of Michigan, working paper.*
- Detragiache, E. et Ho, G. (2010). Responding to banking crises: Lessons from cross-country evidence. *IMF Working Paper No. 10/18, Jan.*
- Diamond, D. W. et Dybvig, P. H. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 91(3), pages 401-19, June.*
- Diamond, D. W. et Rajan R. (2002). Liquidity Shortages and Banking Crises. *NBER Working Paper 8937, May.*
- Edison, H., Levine, R., Ricci, L. et Sloek, T. (2002). International financial integration and economic growth. *Journal of International Money and Finance, 21, 749-776.*
- Edison, H.; Klein, M.W; Ricci, L. et Sloek, T. (2002). Capital Account Liberalization and Economic Performances: Survey and Synthesis. *NBER, Working Paper 9100.*
- Edwards, S. (1999). How Effective Are Capital Controls ? *NBER Working Paper Series(n° 7413).*
- Edwards, S. (2001). Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different? *NBER Working Paper No. 8076.*
- Edwards, S. (2007). *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences.* NBER Books, National Bureau of Economic Research, Inc, number edwa06-1, July.
- Eichengreen B. (2001). Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us? . *World Bank Economic Review, vol. 15, pages 345-361.*
- Elekdag, S. et Han, F. (2012). What Drives Credit Growth in Emerging Asia?" . *IMF Working Paper. WP/12/43, February.*
- Epstein, G. (2005). *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries.* Edward Elgar Publishing Ltd., Northampton.

- Evans K. (2002). Foreign Portfolio and Direct Investment: Complementarity, Differences and Integration. *OECD Global Forum on International Investment: Attracting Foreign Direct Investment for Development, Shanghai*.
- Faria, A., et Mauro, P. (2009). *Institutions and the External Capital Structure of Countries*. Journal of International Money and Finance, Elsevier, Elsevier, vol. 28(3), pages 367-391, April.
- Faria, André, et Paolo Mauro . (2005). Institutions and the External Capital Structure of Countries . *IMF Working Paper 04/236*.
- Fernandez-Arias, E. (1996). The new wave of private capital inflows: push or pull? *Journal of Development Economics*, vol.48.
- Financial Stability Board, International Monetary Fund, et Bank for International Settlements. (2011). Macroprudential policy Tools and Frameworks, Update to G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors. *FSB/IMF/BIS 14, February*.
- FMI. (2004). World Economic Outlook: Advancing Structural Reforms. *World Economic and Financial Surveys (Washington)*.
- FMI. (2007). Reaping the benefits of financial globalization. *IMF Research Department discussion paper*.
- FMI. (2007). World Economic Outlook 2007 – Globalization and Inequality, Chapitre3.
- FMI. (2011). Recent Experience in Managing Capital Inflows—Cross Cutting Themes and Possible Policy Framework. *International Monetary Fund, Policy Paper*.
- FMI. (2012). Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows—Background Paper. *Washington: International Monetary Fund*.
- FMI. (2013). External Balance Assessment (EBA): Technical Background of the Pilot Methodology. Available at <http://www.imf.org/external/np/res/eba/>.
- Forbes, K.J. (2005). The Microeconomic Evidence on Capital Controls: No Free Lunch. *National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers: 11372*.
- Forbes, K.J. (2007). One cost of the Chilean capital controls: Increased financial constraints for smaller traded firms. *Journal of International Economics*, vol. 71(2), pages 294-323.
- Fosso, B. P. (2000). Les déterminants des faillites bancaires dans les pays en développement : cas des pays de l'union économique et monétaire ouest-africaine . *Cahier du CRDE, université de Montréal. Janvier*.
- Frait, J., Gersl, A. et Seidler, J. . (2011). Credit growth and financial stability in the Czech Republic. *World Bank Policy Research Working Paper; no. WPS 5771 2011/08/01*.
- Freixas, X. (2010). Post-crisis challenges to bank regulation. *Economic Policy, CEPR & CES & MSH*, vol. 25, pages 375-399, 04.
- Fuchs-Schundeln, N. et Norbert F. (2001). Stock Market Liberalizations: Financial and Macroeconomic Implications. *IMF, Working Paper N. 01/193*.
- Furceri, D., Guichard, S., Rusticelli, E. (2011). Episodes of large capital inflows and the likelihood of banking and currency crises and sudden stops . *OECD Economics Department Working Paper 865. OECD, Paris*.

Furceri, D., Guichard, S., Rusticelli, E. (2012). The effect of episodes of large capital inflows on domestic credit. *The North American Journal of Economics and Finance, Elsevier*, vol. 23(3), pages 325-344.

Galbis, V. (1977). Financial Intermediation and Economic Growth in Less-Developed Countries: A Theoretical Approach. *Journal of Development Studies, January*, pp. 58-72.

Gelos, R. Gaston, et Shang-Jin Wei. (2005). Transparency and International Portfolio Holdings. *Journal of Finance, Vol. 60*(No. 6 (December)), pages. 2987–3020.

Ghosh, J. (2005). The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries. *DESA working paper*(No. 4).

Goldberg, L. (2004). Financial Sector FDI and Host Countries: New and Old Lessons. *Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 183*.

Gonzales, O.R. et D.E. Getter . (2009). The Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC): Summary of Actions in Support of Housing and Financial Markets. *Congressional Research Service Report for Congress, 5 March*.

Gonzalez-Hermosillo, B. (1999). Determinants of ex-ante Banking System Distress: a Macro-Micro Empirical Exploration of Some Recent Episodes . *IMF Working Paper*.

Gourinchas, P. O. et Obstfeld, M. (2012). Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First. *American Economic Journal: Macroeconomics, American Economic Association*, vol. 4(1), pages 226-65, January.

Gourinchas, P.O., R. Valdes, et O. Landerretche, . (2001). Lending Booms: Latin America and the World. *Economia, Spring Issue*, 47-99.

Gupta, A.S. (2008). Does Capital Account Openness Lower Inflation? *International Economic Journal*, 22 (4), pp. 471-487.

Gurley, J. et Shaw, E. (1956). Financial Intermediaries and the Saving - Investment Process. *J. Finance*, pages 257-276.

Hahm, J-H, Shin, H S and Shin, K. (2013). Noncore Bank Liabilities and Financial Vulnerability. *Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing*, vol. 45, pages 3-36, 08.

Hanson, S., A. Kashyap and J. Stein. (2011). A macroprudential approach to financial regulation. *Journal of Economic Perspectives*, vol.25.

Hausmann, R. et Fernández-Arias, E. (2000). Foreign Direct Investment: Good Cholesterol? *Inter-American Development Bank Working Paper*(No. 417).

Henry, P. B. (2000). Do stock market liberalization cause investment booms? *Journal of Financial Economics* 58, 301-334.

Henry, P. B. (2003). Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth. *American Economic Review Vol. 93, No. 2*, pp. 91-96.

Hermes, N. et Lensink, R. (2003). Foreign direct investment, financial development and economic growth. *Journal of Development Studies, Taylor & Francis Journals*, vol. 40(1), pages 142-16.

- Hernandez, L. et Rudolf, H. (1995). Sustainability of Private Capital Flows to Developing Countries: Is a Generalized Reversal Likely? *Policy Research Working Paper 1518*. World Bank, Washington DC.
- Herzer, D., Klasen, S., Nowak-Lehmann, F. (2008). In search of FDI-led growth in developing countries: the way forward. *Economic Modelling* 25, 793–810.
- Hoggarth, G, R Reis et V.Saporta. (2002). Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence. *Journal of Banking and Finance*(26), pp 825-855.
- Honig,A. (2008). Addressing Causality in the Effect of Capital Account Liberalization on Growth. *Journal of Macroeconomics*, mars, pp. 1-15.
- Honohan, P. (1997). Banking system failures in developing and transition countries: Diagnosis and predictions. *BIS Working Papers* 39.
- Honohan, P. et Klingebiel, D. (2000). Controlling the fiscal costs of banking crises. *Policy Research Working Paper Series 2441*, The World Bank.
- Humphrey, T. (1989). Lender of Last Resort: The Concept in History. *Economic Review*, March/April, pp. 8-16.
- Igan, D. et Tamirisa, N. (2009). Credit Growth and Bank Soundness: Evidence from Emerging Europe. *Research Department, International Monetary Fund*.
- Ishihara, Y. (2005). Quantitative Analysis of Crisis: Crisis Identification and Causality. *World Bank WPS3598*.
- Ishii, S. et Habermeier, K. (2002). Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability. *IMF Occasional Paper No. 211*.
- Ito, H. (2006). Financial development and financial liberalization in Asia: Thresholds, institutions and the sequence of liberalization. *The North American Journal of Economics and Finance*, Elsevier, vol. 17(3), pages 303-327, December.
- Jacquet, P. et Pollin, J.P. (2007). Systèmes financiers et croissance. in *Cercle des économistes (coordonné par P. Artus), Finance et Croissance*, Editions Descartes, Paris.
- Jeanne, O. (2013). Macroprudential Policies in a Global Perspective. *Paper prepared for 2013 Asia Economic Policy Conference, Federal Reserve Bank of San Francisco, Nov. 3-5, 2013*.
- Jeanne, O., et Zettelmeyer, J. (2002). "Original Sin",Balance Sheet Crises, and the Roles of International Lending. *IMF Working Paper 02/234*.
- Jeanne, O., Subramanian, A., et Williamson, J. . (2012). *Who Needs to Open the Capital Account?* .Peterson Institute for International Economics.
- Jegourel Y. et Teiletche J. (2001). Globalisation financière et autonomie de la politique monétaire, le rôle des contrôles de capitaux. *Revue économique*, vol. 52(N° 2), p. 399-414.
- Jinjarak, Y., Ilan N., et Huanhuan Z. (2013). Capital Controls in Brazil—Stemming a Tide with a Signal? *Journal of Banking and Finance* 37: 2938-2952.
- Jordan, S. J., Joe Peek, et Eric. S. Rosengren. . (1999). The Impact of Greater Bank Disclosure Amidst a Banking Crisis. *Working Paper, Federal Reserve Bank of Boston*.
- Joyce, J. et Nabar, M. (2009). Sudden stops, banking crises and investment collapses in emerging markets. *Journal of Development Economics*, 90, 314-322.

- Joyce, J. (2010). Financial Globalization and Banking Crises In Emerging Markets. *Open Economies Review*, pp 1-21.
- Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B. E. et Yosha, O. (2003). Risk sharing and industrial specialization: Regional and international evidence. *American Economic Review* 93 (3), 903–918.
- Kaminsky, G. L. et Reinhart, C.M. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems. *American Economic Review*, June, 89:3, 473 - 500, Vol. 89(No.3).
- Kaminsky, Graciela L. et Sergio L. Schmukler. (2003). Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization. *NBER Working Paper No. 9787 (June)*.
- Kapur, B. (1983). Optimal financial and Foreign-Exchange Liberalization of Less Developed Economies. *Quarterly Journal of Economics*, Vol 98, n°1, Fevrier, 41-62.
- Kapur, B. . (1976). Alternative Stabilization Policies for Less Developed Economies. *Journal of Political Economy*, vol 84, n°4, août 1976, 777-795.
- Kaufman, G. (ed.). (1995). *Banking, Financial Markets, and Systemic Risk*. Research in Financial Services, Vol.7, Greenwich/London, 1995.
- Kaufmann, D.I., Kraay, A. et Mastruzzi, Massimo . (2007). Governance Matters VI: Governance Indicators for 1996-2006. *World Bank Policy Research Working Paper*(No.4280).
- Khadraoui, N. (2012). Capital Movements and Economic Growth Fluctuations: The Threshold Effect of Financial Development. *International Journal of Economics and Finance* Vol. 4, No.4.
- Kilinc, Z., Karasoy, H. G. et Yucel, E. (2013). Non-core Liabilities and Credit Growth. *Working Papers 1324, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey*.
- Klein M.W. (2003). Capital Account Openness and the Varieties of Growth Experience. *NBER Working Paper No. 9500*.
- Klein, Michael W. et Olivei Giovanni. (2005). Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth. *NBER Working Papers 7384, National Bureau of Economic Research, Inc*.
- Kose, A., Prasad, E. et Taylor, A. D. (2009). Thresholds in the Process of International Financial Integration. *NBER Working Papers 14916*.
- Kose, A., Prasad, E. S., Rogoff, K. S. et Wei, S.J. (2006). Financial Globalization: A Reappraisal. *IMF Working*, Vol. 56(No. 1).
- Kose, A., Prasad, E.S., Rogoff, K.S. et Wei, S.J. (2007). Mondialisation financière : au-delà de la polémique. *Finances & Développement*, mars 2007, p. 9-13.
- Kose, A., Prasad, E. et Terrones, M. (2007). How Does Financial Globalisation Affect Risk Sharing? Patterns and Channels. *IMF Working Paper 07/238*.
- Kose, A., Prasad, E.S. et Terrones M. E. . (2005). Growth and Volatility in an Era of Globalization. *IMF Staff Papers*, 52, Special Issue, September.

BIBLIOGRAPHIE

- Kraay, Aart. (1998). In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization. *The World Bank. Unpublished paper*.
- Krugman, P. (1979). A Model of Balance of Payment Crisis. *Journal of Money, Credit and Banking* 11 (3): 311–25.
- Krugman, P. (1998). Saving Asia: It's Time to get Radical. *Fortune*, p. 74-80.
- Krugman, P. (1998). Tigres, les raisons d'une éclipse. *CCE International*, juillet.
- Krugman, P., Obstfeld, M. (2009). *Économie internationale*. 8ème édition, Pearson Education.
- Laeven L. et Levine R. (2008). Bank Governance, Regulation, and Risk Taking,. *NBER Working Papers 14113, National Bureau of Economic Research, Inc.*
- Laeven, L. et Valencia, F. (2008). Systemic Banking Crises: A New Database. *IMF Working Paper No. 08/224, International Monetary Fund: Washington, DC.*
- Laeven, L. et Valencia, F. (2012). Systemic Banking Crises Database: An Update. *IMF Working Papers 12/163, International Monetary Fund.*
- Laeven, L. et Valencia, F. (2010). *Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly*. IMF Working Paper No. 10/146, June 2010, p. 36.
- Langoni, R. C. (2001). Risk, Size and Concentration in the Chilean Banking System. *Journal Economía Chilena (The Chilean Economy)*, Central Bank of Chile, vol. 4(1), pages 25-34, April.
- Larrain, F. et Velasco, A. (2001). Exchange-Rate Policy in Emerging Market Economies: The Case for Floating. *Essays in International Economics*, Vol. 224, Princeton, N.J.
- Laurens, B. et J. Cardoso . (1998). Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile. *IMF Working Paper No. WP/98/168, December.*
- Le Cacheux, Jacques. (2002). Mondialisation économique et financière :de quelques poncifs, idées fausses et vérités . *Open Access publications from Sciences Po info:hdl:2441/2090, Sciences Po.*
- Levine R. et Zervos S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review, American Economic Association*, vol. 88(3), pages 537-58, June.
- Levine, R. (1996). Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth. in C.Barfield (ed.), *International Financial Markets: Harmonization versus Competition* Washington, DC: AEI Press.
- Levine, R. (2001). International Financial Liberalization and Economic Growth. *Review of International Economics*. VOL 9(4) 688-702.
- Levine, R. (2004). Finance and Growth: Theory and Evidence,. *NBER Working Papers 10766, National Bureau of Economic Research, Inc.*
- Levine, R. et Zervos, S. (1998). Capital Control Liberalization and Stock Market Development. *World Development* 26, pages 1169-84.
- Lim, C. H., R. Ramchand, H. Wang et X. Wu. (2013). Institutional Arrangements for Macroprudential Policy in Asia. *IMF Working Papers 13/165.*

BIBLIOGRAPHIE

- Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A. et Saiyid, M., et al. (2011). Macprudential Policy: What instruments and how to use them ? *IMF Working Paper WP/11/238*.
- Llewellyn, D. (2002). An Analysis of the Causes of Recent Banking Crises. *The European Journal of Finance* 8, pages 152-175.
- Loayza, N. et Ranciere R. (2006). Financial Development, Financial Fragility, and Growth. *Journal of Money Credit and Banking*, 38(4), 1051-1076.
- Love, Inessa. (2003). Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model. *Review of Financial Studies*, pages 765-791.
- Luis I. Jácome H. et Erlend W. Nier. (2012). Building Blocks for Effective Macprudential Policies in Latin America: Institutional Considerations. *IMF Working Paper WP/12/183*.
- Magud, N. E., Reinhart, C.M. et Rogoff, K. (2011). Capital Controls: Myth and Reality: A Portfolio Balance Approach. *NBER Working Paper 16805*.
- Magud, N.E. , et Carmen M. Reinhart. (2006). Capital Controls: An Evaluation. *In Working Paper Series: NBER*.
- Magud, N.E., et E.R. Vesperoni. (2014). Exchange Rate Flexibility and Credit during Capital Inflow Reversals: Purgatory...not Paradise. *IMF Working Paper WP/14/61, April*.
- Magud, N.E., Reinhart C.M. et Vesperoni, E.R. . (2012). Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility, and Credit Booms. *IMF Working Paper WP/12/41, February*.
- Manikow, N. Gregory. (1986). The Allocation of Credit and Financial Collapse. *NBER Working Paper*(No. 1786).
- Mariana Sousa. (2007). Patterns of Commercial Bank Regulatory Regimes: A Theoretical Framework. *CEPI WORKING PAPER*(14).
- Martinez-Jaramillo S., Perez-Perez, O., Avila-Embriz, F. et Lopez-Gallo, F. (2010). Systemic Risk, Financial Contagion and Financial Fragility. *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 34, pp. 2358–2374.
- McKinnon, R. . (1973). Money and Capital in Economic Development. *Washington, D.C.: Brookings Institution*.
- McKinnon, R.I. (1991). The order of Economic Liberalization, Financial Control in the transition to a Market Economy. *The John Hopkins University Press, Baltimore*.
- Mehrez, G. et D. Kaufmann. (2000). Transparency, liberalization and banking crises . *World Bank Working paper*, N° 2286.
- Mendoza, Enrique et Marco Terrones . (2012). An Anatomy of Credit Booms and their Demise. *NBER Working Papers 18379, National Bureau of Economic Research, Inc*.
- Mendoza, Enrique G., et Marco E. Terrones,. (2008). An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data. *NBER Working Paper 14049, May 2008*.
- Mersch Yves. (2005). Les conditions de succès de la libéralisation du compte de capital . *Réunion des banques centrales francophones à Marrakech*.

- Milesi-Ferretti, G. M. et Lane. P. R. . (2006). The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004. . *IMF Working Papers 06/69, International Monetary Fund*. .
- Milesi-Ferretti, G. M. et Tille, C. (2010). The Great Retrenchment: International Capital Flows during the Global Financial Crisis. *Economic Policy*.
- Milesi-Ferretti, G.M. et Tille, C. (2011). The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis. *Economic Policy, CEPR & CES & MSH, vol. 26(66), pages 285-342, 04*.
- Mishkin, F. S. (1999). Financial Consolidation: Dangers and Opportunities. *Journal of Banking and Finance* 23, pages 675-691.
- Mishkin, F. S. (2005). Is Financial Globalization Beneficial? *NBER Working Papers 11891, National Bureau of Economic Research, Inc*.
- Mishkin, F. S. (2006). The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich. *Princeton, NJ: Princeton University Press*.
- Mishkin, F.S. et al. (2007). *Monnaie, banque et marchés financiers* (éd. 8). Pearson.
- Mishkin, Frederic S. (2001). Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries. *NBER Working Paper No. 8087*.
- Mody, A., Taylor M.P. et Kim, J.Y. (2001). Modelling Fundamentals for Forecasting Capital Flows to Emerging Markets. *International Journal of Finance and Economics*, pages 201-216.
- Mody, Ashoka et Murshid, Antu Panini, . (2005). Growing up with capital flows. *Journal of International Economics*, vol. 65(1), pages 249-266.
- Montiel, P. et Reinhart, C. (1999). Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s. *Journal of International Money and Finance, Vol.18(N°4)*, pages 619-635.
- Moore, W., Lewis-Bynoe, D. et Howard, S. (2010). Credit Booms and Busts in the Caribbean. *MPRA Paper 21472, University Library of Munich, Germany*.
- Moreno, R. et Villar, A. (2005). The increased role of foreign bank entry in emerging markets. *Bank for International Settlements (ed.), Globalisation and monetary policy in emerging markets, Vol. 23, pp 9-16*.
- Naamane, A. (2004). Les indicateurs d’alerte des crises financières. *Centre d’analyse théorique et de traitement de données économiques*, pages 1-10.
- Nier, E., J. Osinkski, L.I. Jacome et P. Madrid. (2011). Institutional models for macroprudential policy. *IMF Staff Discussion Note, SDN/11/18, November*.
- North. D. (1990). Institutions, Institutional Change and Economic Performance . *Cambridge University Press, UK*.
- Obstfeld, M. (1991). The Logic of Currency Crises. *Cahiers Economiques et Monétaires, Banque de France, N° 43*, pages 189-213.
- Obstfeld, M. (1994). Risk-Taking, Global Diversification, and Growth. *American Economic Review* 84(5), 1310-1329.

- Obstfeld, M., et Taylor, A.M. (2004). *Global capital markets: Integration, crisis, and growth*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Ocampo, Jose Antonio, et Jose Gabriel Palma. (2008). The Role of Preventive Capital Account Regulations. In *Capital Market Liberalization and Development*, edited by J. A. Ocampo et J. E. Stiglitz. New York: Oxford University Press.
- OCDE. (2003). Tendances de l'investissement direct étranger dans les pays de l'OCDE. *Perspectives économiques de l'OCDE*(no 73).
- Ostry, J. D., A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi et D. B. S. Reinhart. (2010). Capital Inflows: The Role of Controls. *IMF Staff Position Notes 2010/04*, International Monetary Fund.
- Ostry, J., Ghosh, A., Habermeier, K., Laeven, L., Chamon, M., Qureshi, M. et A. Kokeynyne. (2011). Managing Capital Inflows: What Tools to Use? *IMF Staff Discussion Note, 2011 SDN/11/06*, 5 avril.
- Ostry, Jonathan et Reinhart, Carmen. (1995). Saving and Real Interest Rates in Developing Countries. *University Library of Munich, Germany, MPRA Paper Number 13352*.
- Ostry, Jonathan, Atish Ghosh, Marcos Chamon, et Mahvash S. Qureshi. (2012). Tools for Managing Financial-Stability Risks from Capital Inflows. *Journal of International Economics*.
- Ozer-Balli, H et Sorensen, B. E. (2012). Interaction effects in econometrics. *MPRA Paper 38608*, University Library of Munich, Germany.
- Pal Parthaprathim. (2006). Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development : A Case Study of India. *Annual Conference on Development and Change Mission*, 18-20.
- Park, Y. C. (2011). The role of macroprudential policy for financial stability in East Asia's emerging economies. *Asian Development Bank Institute (ADB) Working Paper 284*.
- Pasricha, G. K. . (2012). Recent trends in measures to manage capital flows in emerging economies. *North American Journal of Economics and Finance*, 23, 286–309.
- Perotti, Enrico, et Paolo Volpin . (2004). Lobbying on Entry. *CEPR Discussion paper no.4519*, August, CEPR, London .
- Plihon, D et Miotti, L. (2001). Libéralisation Financière, spéculation et Crises Bancaires. *Economie Internationale*, N°85.
- Powell, A., D. Ratha, and S. Mohapatra. (2002). Capital Inflows and Capital Outflows: Measurement, Determinants, Consequences,” . *Business School Working Paper*, Universidad Torcuato Di Tella.
- Prasad, E. S. Rogoff, K. S., Wei, S.J. et Kose, A. (2004). Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries. *NBER Working Papers 10942*.
- Prasad, E., Rogoff, K., Wei S.J. et Kose, A. (2009). Financial Globalization and Economic Policies. *IZA Discussion Papers 4037*, Institute for the Study of Labor.
- Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S.J. et Kose, A. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. *Research Department, International Monetary Fund*. (Occasional Paper No. 220).

BIBLIOGRAPHIE

- Prasad, E. S. et Rajan, R. G. (2008). A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization., *NBER Working Papers 14051*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Prasad, E. S., Rumbaugh, T., et Wang, Q. . (2005). Putting the cart before the horse? Capital account liberalization and exchange rate flexibility in China. *IMF Policy Discussion Paper 05/1*. Washington: International Monetary Fund.
- Prasad, E., R. Rajan et A. Subramanian. (2007). The Paradox of Capital. *Finance and Development*, vol.44, *Fonds monétaire international*, DC.
- Prasad, E., Rajan, R. et Subramanian, A. (2007). Foreign Capital and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, pages 153-209.
- Pua Tan, T.B. . (2012). Determinants of Credit Growth and Interest Margins in the Philippines and Asia . *IMF Working paper 12/123* .
- Quinn, D et Toyoda,A.M. (2008). Does Capital Account Liberalization Lead to Growth? *Review of Financial Studies*. 21(3):1403-1449.
- Quinn, D. (1997). The Correlates of Change in International Financial Regulation. *American Political Science Review*, pages 531-551.
- Quintyn, M. et M. W. Taylor. (2004). Should Financial Sector Regulators be Independent? *IMF Economic Issues*, No. 32, March.
- Quintyn, M., et Taylor, M. (2003). Managing systemic banking crises. *IMF Occasion Paper 224*. Washington, DC.
- Rajan, R. G. (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, vol 88(3), pages 559-86.
- Rajan, R.G., et L. Zingales . (2003). The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics* .
- Reinhart, C. M., et Reinhart, V.R. (2008). Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present. *NBER Working Paper 14321*, September 2008.
- Reinhart, C.M. et Rogoff, K. (2009). *This time is different: eight centuries of financial folly*. Princeton University Press.
- Reinhart, C.M. et Rogoff, K., . (2004). The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation. *Quarterly Journal of Economics* 119 (1), 1–48.
- Reinhart, C.M. et Rogoff,K. (2008). Banking crisis: An equal opportunity menace. *NBER paper*(N°14587).
- Reinhart, C.M., et Rogoff, K. (2008). Banking Crises: An Equal Opportunity Menace. *National Bureau of Economic Research Working Paper 14587*.
- Reisen, Helmut, et Marcelo Soto . (2001). Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth? *International Finance*.
- Rodrik, D. et Subramanian A. (2009). Why Did Financial Globalization Disappoint? *IMF Staff Papers*, 56(1), pages 112- 138.
- Rodrik, Dani, . (1998). Who Needs Capital-Account Convertibility? *Essays in International Finance*, No. 207 (Princeton: Princeton University).

BIBLIOGRAPHIE

- Rogoff, K. (2003). Contrôle des flux de capitaux : faut-il garder l'esprit ouvert à cet égard? *Revue d'Économie Financière, Programme National Persée*, vol. 70(1), pages 123-127., 39(4), pages 55-56.
- Rogoff, K.S. (1999). International Institutions for Reducing Global Financial Instability. *Journal of Economic Perspectives, Americain Economic Association*, vol.13(4), pages 21-42, Fall.
- Rogoff, Kenneth, Aasim Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, et Nienke Oomes. (2003). Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes. *IMF Occasional Paper 229 (Washington: International Monetary Fund)*.
- Rothenberg, A. et Warnock, F.E. (2006). Sudden Flight and True Sudden Stops. *NBER Working Paper No. 12726*.
- Roubini, Nouriel et Brad Setser. (2004). *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Markets*. Washington: Institute for International Economics.
- Saborowski, C., S. Sanya, H. Weisfeld, et J. Yopez,. (2014). Effectiveness of Capital Outflow Restrictions. *IMF Working Paper WP/14/8 (Washington: International Monetary Fund)*.
- SANTOR Eric . (2003). Banking Crises and Contagion: An Empirical Investigation. *Bank of Canada Working Paper*.
- Santor Eric. (2003). Banking Crises and Contagion: An Empirical Investigation. *Bank of Canada Working Paper*.
- Santos, João A. C. (2000). Bank capital regulation in contemporary banking theory: a review of the literature. *BIS Working Papers 90, Bank for International Settlements*.
- Schindler, Martin. (2009). Measuring Financial Integration: A New Data Set. *IMF Staff Papers*, Vol. 56, No. 1, pp. 222–38.
- Schmukler, S., P. Zoido-Lobaton et M. Halac. (2006). Financial Globalization, Crises and Contagion. in *International Macroeconomics: Recent Developments*, A. Morales, ed., Nova Science Publishers.
- Schmukler, Sergio L. (2004). Financial globalization: gain and pain for developing countries. *Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta*, issue Q 2, pages 39 - 66.
- Schneider, B. (2003). Measuring Capital Flight: Estimates and Interpretations. *Working Paper 194, Overseas Development Institute, London*.
- Schumpeter, J.A. (1911). The Theory of Economic Development. *Cambridge Mass : Harvard University Press*.
- Schwarcz , S. L. (2008). Systemic Risk. *The Georgetown Law Journal*.
- Schwartz, Anna J. (1985). Real and Pseudo Financial Crises Crisis in the World. pages 271 - 288.
- Schwartz, Anna J. . (1995). Why Financial Stability Depends on Price Stability. *Economic Affairs*, 15(4), 2125.
- Schwierz, C. (2004). Economic costs associated with the Nordic banking crises. In Moe, T. G., Solheim, J. A., and Vale, B. (eds.). *The Norwegian Banking Crisis. Norges Bank Occasional Paper No. 33*.

- Shaw, E. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Shin, HS et Shin, K . (2011). Procyclicality and monetary aggregate. *NBER Working Paper No. 16836*.
- Siregar, R. et Lim, C.S.V. (2011). Living with Macro-financial Linkages: Policy Perspectives and Challenges for SEACEN Countries. *Staff Papers, South East Asian Central Banks (SEACEN) Research and Training Centre, number sp79*.
- Sirtaine, S et Skamnelos, I. (2007). Credit Growth in Emerging Europe: A Cause for Stability Concerns? *World Bank Policy Research Working Paper 4281*.
- Solow, R. (1956). A contribution to the theory of economic growth . *Quartely Journal of Economics*, 70, pp. 5-94.
- Sompornserm, T. (2009). Financial Liberalization and International Capital Flows. *Claremont Graduate University*.
- Steinher, A., Cisotta, A., Klar, E. et Sehovic, K. (2006). Liberalizing Cross-Border Capital Flows: How Effective Are Institutional Arrangements against Crisis in Southeast Asia. *Working Papers on Regional Economic Integration, Asian Development Bank(N°6)*.
- Stiglitz, J. E. (1993). The Role of the State in Financial Markets. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, pages 19-52.
- Stiglitz, J. E. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. *World Development Vol. 28 N6 pp. 1075-1086*.
- Stiglitz, J. E. (2002). *Globalization and its Discontents*. New York: W.W.Norton & Compagny.
- Stulz, Rene. (1999). Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital. *NBER Working Paper 7021*.
- Tadesse S. (2006). Banking Fragility & Disclosure: International Evidence. *William Davidson Institute Working Papers Series wp874, William Davidson Institute at the University of Michigan*.
- Tadesse, Solomon . (2006). The economic value of regulated disclosure: Evidence from the banking sector. *Journal of Accounting and Public Policy, Elsevier, vol. 25(1), pages 32-70*.
- Tchana Tchana, F. (2009). Regulation and Banking Stability: A Survey of Empirical Studies. *Working Papers 136, Economic Research Southern Africa*.
- Tchana Tchana, F. (2014). The empirics of banking regulation. *Emerging Markets Review, Elsevier, vol. 19(C), pages 49-76*.
- Tekin, R. B. . (2012). Economic growth, exports and foreign direct investment in Least Developed Countries: A panel Granger causality analysis. *Economic Modelling, Vol. 29, No. 3, pp. 868–878*.
- Terrones, M. et E. Mendoza. (2004). Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern? *World Economic Outlook, IMF, Washington DC, April, pp 147–66*.
- Thapa, C. et S. Poshakwale . (2011). Investor protection and international equity portfolio investments. *Global Finance Journal* .

- The Group of Thirty (G30). (2010). Enhancing Financial Stability and Resilience: Macroprudential Policy, Tools and Systems for the Future. *G30 Working Group on Macroprudential Policy*.
- Thornton, H. . (1802). An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain . *ed. with an introduction by F.A. Hayek, London: G. Allen & Unwin, 1939.*
- Thorsten, J. et Riera-Crichton, D. (2012). International gross capital flows: New uses of balance of payments data and application to financial crises. *Journal of Policy Modeling* 35 (2013) 16–28.
- Tong, H. et S. Wei . (2009). The Composition Matters: Capital Inflows and Liquidity Crunch during a Global Economic Crisis. *NBER Working Paper*.
- Tresselt, T., Verdier, T. (2007). Financial globalization and the governance of domestic financial intermediaries. *Journal of the European Economic Association* 9 (1), 130–175.
- Tytell, Irina et Shang-Jin, Wei. (2004). Does financial globalization induce better macroeconomic policies? *IMF Working Paper WP/04/84*.
- Ucer, M, E . (1998). Notes on Financial Liberalization. Macroeconomic management: New methods and current policy issues. *organized by African Economic Research Consortium (AERC), Nairobi, April 20-30 1998.*
- Uhde, A. et Heimeshoff, U. (2009). Consolidation in banking and financial stability in Europe: Empirical evidence. *Journal of Banking and Finance* , 33, 1299-1311.
- Uri Dadush et Bennett Stancil. (2011). Should Capital Flow to Poor Countries? *Carnegie Endowment for International Peace Policy Outlook*.
- van den End, J.W. (2013). A macroprudential approach to address liquidity risk with the Loan-to-Deposit ratio. *DNB Working Papers 372, Netherlands Central Bank, Research Department*.
- Vogel, U. et A. Winkler . (2010). Foreign banks and financial stability in emerging markets: Evidence from the global financial crisis. *Frankfurt School of Finance & Management Working Papers No. 149*.
- Von Hagen, J. et Tai-Kuang, H. (2007). Money Market Pressure and the Determinants of Banking Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 39, no. 5, 1037-1066.
- Walter, A. (2002). Financial Liberalization and prudential regulation in East Asia: still perverse? . *Working paper No. 36, Institute of Defense and strategic studies*.
- Wei, Shang-jin. (2006). Connecting Two Views on Financial Globalization: Can We Make Further Progress? *Journal of the Japanese and International Economies*, 20(4): 459–81.
- Williamson J. et M. Mahar. (1998). A survey of financial liberalisation. *Essays in International Finance, Department of Economics and Princeton University*(N°211).
- World Bank . (2000). Global Development Finance 2000. *New York: Oxford University Press*.
- World Bank. (2001). Finance and Growth: Policy Choices in a Volatile World. *World Bank Policy Research Report*.

BIBLIOGRAPHIE

Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics* , pages 187-214.

Wyplosz, C. (2004). Financial instability in emerging market countries: Causes and remedies. *Diversity in Development – Reconsidering the Washington Consensus. The Hague: FONDAD.*

Ying Y., et Kim Y. (2001). An Empirical Analysis on Capital Flows: The Case of Korea and Mexico . *Southern Economic Journal* 67, pages 954-68.

Yoshitomi, M., et S. Shirai. . (2000). Policy Recommendations for Preventing Another Capital Account Crisis. *Technical Background Paper. Tokyo: Asian Development Bank Institute.*

Zhou, C. (2010). Why the micro-prudential regulation fails? The impact on systemic risk by imposing a capital requirement. *DNB Working Papers , Netherlands Central Bank, Research Department(N°256).*

Conditions d'ouverture du secteur financier, déréglementation et risque pour le secteur bancaire : Cas des pays en développement

Résumé :

Ces dernières décennies, le monde a vécu des épisodes de forte instabilité financière globale, allant de pair avec un mouvement important de capitaux internationaux. Ce paradoxe remet en question le bien-fondé d'une politique de libéralisation financière internationale et soulève de nombreuses controverses dont l'issue est à ce jour ambiguë. L'objectif de cette thèse est d'apporter une contribution à ce débat actuel. Notre démarche s'articule autour de trois grandes parties. D'abord, nous analysons l'impact de la globalisation financière sur la croissance économique dans les pays en développement (PED). Ensuite, dans la deuxième partie, nous étudions le rôle que pourrait jouer la libre circulation des capitaux internationaux comme un déterminant du déclenchement des crises bancaires dans les PED. Ceci nous amène dans la troisième partie à analyser les réformes réglementaires proposées pour pallier à ce risque de crises bancaires et tirer profit de la globalisation financière (GF).

Les principaux résultats de la thèse peuvent être résumés comme suit : (1) La GF agit positivement sur la croissance économique et la stabilité du secteur bancaire, ces effets étant conditionnés par la nature des flux de capitaux échangés. (2) Les pays en développement peuvent bénéficier de la libéralisation des mouvements de capitaux s'ils ont atteint un certain seuil de développement institutionnel. (3) Le contrôle des capitaux permet aux pays en développement d'assurer un niveau de stabilité financière soutenu. Les implications de politiques économiques sont : (a) Les PED ont intérêt à améliorer leurs cadres institutionnels pour tirer profit de la globalisation financière. (b) Les pays en développement doivent renforcer leur cadre réglementaire et mettre en place une politique de contrôle des capitaux qui ciblerait ceux à l'origine de l'instabilité économique et financière. (c) Un tel contrôle ne doit pas se faire seulement sur les engagements envers l'étranger mais aussi sur les avoirs.

Mots clés: Globalisation financière, Croissance économique, Crises bancaires, Cadre institutionnel, Réglementation prudentielle, Contrôle des capitaux, Économétrie des données de panel, Pays en développement.

Conditions of openness of financial sector, deregulation and banking sector risk: the Case of Developing Countries

Summary:

Over the last few decades, the world has experienced episodes of global financial instability combined with significant shifts of international capital movements. This paradox questions the merits of the international financial liberalization and raises many controversies whose outcome is inconclusive to date. The aim of this thesis is to contribute to this current debate. The approach is structured around three main parts. First, the impact of the financial globalization (FG) on the economic growth is analyzed for developing countries. Then, in the second part, we examine the potential role of free movement of international capital as a major factor responsible for the onset of banking crisis in developing countries. This analysis leads us to the third part in which we analyze the regulatory reforms, proposed to mitigate the risk of banking crisis and to benefit from financial globalization.

The main outcomes are summarized as follows: (1) The financial globalization acts positively on economic growth and the stability of the banking sector. Furthermore, these effects are conditioned by the nature of capital flows. (2) The developing countries can benefit from the liberalization of international capital flows, if they have reached a certain threshold level of institutional development. (3) The capital controls allow the developing countries to ensure a sustainable level of financial stability. The economic policy implications are: (a) The developing countries may find it beneficial to develop their institutional framework to benefit from financial liberalization. (b) The developing countries must strengthen their regulatory framework and set up a capital control policy that will target the origins of economic and financial instability. (c) Such a control should not only be exercised on foreign liabilities but also on domestic assets.

Keywords: Financial Globalization, Economic growth, Banking crises, Institutional framework, Prudential regulation, Capital control, Panel data econometrics, Developing countries.