

**20^{èmes} Journées Internationales d'Économies Monétaire et Financière
BIRMINGHAM, 5 et 6 juin 2003**

Version préliminaire Mai 2003

**libéralisation financière et croissance économique :
Approche en données de panel.**

AMAIRA Bouzid (enseignant-chercheur faculté de droit et sciences économiques et politiques de Sousse)

E-Mail : am_bouzid@yahoo.fr

Résumé:

Cet article propose une évaluation empirique de l'impact de la libéralisation financière sur la croissance économique dans les pays émergents. Les résultats obtenus, après des régressions sur données de panel, mettent en évidence un effet mitigé de la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique de long terme. Ce qui laisse penser à la possibilité de mise en œuvre des conditions nécessaires à la réussite de la politique de libéralisation financière.

Mots clés : libéralisation financière, croissance économique, pays émergents, données de panel.

Abstract:

This paper provides an empirical evidence of impact of financial liberalization on economic growth in the emergent countries. Using recent panel data regressions, the results exhibit a mitigated effect of the relation between the financial liberalization and the economic growth a long run. Thus, one can imagine the possibility to implement the important conditions of the success of financial liberalization political.

Keywords: financial liberalization, economic growth, emergent countries, panel data.

INTRODUCTION :

Du point de vue théorique, le paradigme de la libéralisation financière a permis de mettre en évidence les différences fondamentales entre approches néo-classique (Mac Kinnon et Shaw, 1973) et néo-structuralistes inspirées des analyses Keynésiennes (Taylor et Van Wijnbergen, 1983). Les premières défendent la hausse des taux d'intérêt, l'ouverture du compte du capital, la dérégulation du système bancaire et financier et le retrait de l'intervention publique. Leur objectif est la mobilisation de l'épargne domestique et l'amélioration de son affectation dans des projets d'investissement plus rentables et par conséquent une augmentation de la croissance. Ainsi, ces auteurs considèrent la libéralisation financière comme une solution de sortir d'un régime de répression financière et un moyen efficace pour accélérer et stimuler la croissance économique des pays émergents.

Dans le modèle de Mac Kinnon et Shaw, la réussite du processus de libéralisation financière dépend de la vérification de trois hypothèses :

- ★ L'approfondissement effectif du secteur financier,
- ★ Une relation positive entre le taux d'intérêt et l'épargne,
- ★ La complémentarité parfaite entre encaisses monétaire et investissement.

Par contre, les secondes rappellent l'importance du maintien des taux d'intérêt à un niveau faible pour relancer l'investissement, défendent la régulation interne pour éviter les placements spéculatifs des ressources collectées, s'opposent à une ouverture financière complète pour protéger l'économie des risques de change et défendent le rôle actif et régulateur de l'Etat.

Dans le modèle néo-structuraliste l'accroissement des taux d'intérêt nominaux suite à une politique de libéralisation financière ne peut qu'accroître l'inflation et donc ralentir la croissance. De ce fait, les approches néo-structuralistes qui prennent en compte l'existence d'un marché informel dans leur modèle, des faibles taux d'intérêt peuvent être bénéfiques à l'investissement et stimuler la croissance.

Selon Fry (1988) ; « les modèles structuralistes reposent sur cinq assertions radicalement différentes de celles de Mac Kinnon :

- ❶ Les salaires sont déterminés d'une manière exogène (ou institutionnelle) à travers de conflits entre les classes sociales,
- ❷ L'inflation est déterminée par les poids relatifs des capitalistes et des travailleurs (qui sont eux-mêmes influencés par l'état de l'économie);
- ❸ L'épargne se détermine comme une fraction des profits et non des salaires,
- ❹ Le niveau général des prix est déterminé par des marges fixes sur les coûts du travail, les importations et le financement du capital productif (taux d'intérêt),
- ❺ Les pays en voie de développement dépendent de façon critique de leurs importations de matières premières, des biens d'équipement et des biens intermédiaires».

Le mécanisme d'ajustement du taux d'intérêt de marché de crédit sur le marché financier informel se fait par l'égalisation entre l'offre et la demande de crédit et de la monnaie. Tandis que, l'ajustement entre l'offre et la demande sur les marchés de biens se réalise par les quantités, cette optique d'ajustement néo-structuraliste est inspirée des analyses Keynésiennes. De plus, on sait que sous l'hypothèse de détermination de l'inflation par les

coûts, et suite aux analyses de Mac Kinnon et Shaw, cette hypothèse va conduire à une détérioration de la situation économique du pays. En effet, une augmentation des taux d'intérêt nominaux va accroître l'inflation qui défavorise les investissements à long terme, et exerce un effet nuisible sur la croissance économique. Ainsi, selon l'école néo-structuraliste la libéralisation financière entraîne un effet négatif sur la croissance et exerce des conséquences néfastes sur l'ensemble d'économie.

Ainsi, la libéralisation financière, qui a touché plusieurs pays émergents au cours de ces trois dernières décennies, a-t-il eu un effet positif sur la croissance économique de long terme de ces pays ?

Dans une première partie, nous essayerons de prouver l'impact de la libéralisation financière sur la croissance économique par une validation empirique basée sur une approche en données de panel. Dans une seconde partie, nous effectuerons une interprétation des résultats des politiques de libéralisation financière dans différents pays émergents. Enfin, nous verrons comment ces résultats ont conduit à une évolution du paradigme de libéralisation financière.

I/ Libéralisation financière et croissance économique : **Estimation en données de Panel**

Notre question posée dans cette section est la suivante : est-ce que la libéralisation financière constitue un déterminant important de la croissance économique de long terme ? Nous avons tenté au début d'apporter une réponse à cette interrogation en analysant la théorie et ces insuffisances. Nous allons à présent aborder la réponse de façon empirique en utilisant des outils économétriques.

La plupart des études analysant l'effet du système financier sur la croissance réalisent leurs analyses économétriques en coupe transversale. L'économétrie repose sur des moyennes, ce qui suppose un comportement homogène, dans le temps, des différentes variables. Or, les bases de données concernant l'étude de croissance économique à long terme comportent une dimension individuelle et temporelle. L'analyse instantanée n'utilise que la dimension individuelle. Pour cette raison, les économistes étudiant les déterminants de la croissance économique à long terme ont cherché à optimiser les méthodes d'estimation.

Le modèle de Mankiw, Romer et de Weil (1992) dérivé de celui du modèle de Solow, Islam (1995) propose d'utiliser les méthodes économétriques de panel pour procéder à l'estimation de l'équation de croissance. Cette équation qui constitue une approximation log-linéaire de la croissance, servira à notre analyse économétrique :

$$\text{Log } y_t - \text{Log } y_0 = (1 - e^{-\lambda t}) [-x/1-x \text{ Log } (n+g+\delta) + a/1-x \text{ Log } S_k + b/1-x \text{ Log } S_h + Xq - \text{Log } y_0 + gt + \text{Log } A_0]$$

Avec t un indice temporel.

I-1- Présentation des modèles et des variables explicatives

Les études qui ont tenté d'utiliser les données de panel pour analyser l'effet des éléments de libéralisation financière sur la croissance sont rares. Il n'y a pratiquement que Berthélemy et Varoudakis (1998) qui utilisent cette méthode pour déterminer l'effet du système financier sur la croissance. La même démarche a été développée par Bekaert, Harvey et Lundblad (2001) qui cherchent à stimuler la croissance économique à travers le paradigme de libéralisation financière. Par référence à ces auteurs et en introduisant l'indice de libéralisation financière dans leurs spécificités empiriques, on va essayer à notre manière de vérifier les liens qui existent entre la croissance économique et cet indice.

Le modèle qu'on va estimer pour évaluer l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique de long terme s'écrit :

$$\begin{aligned} \text{LPIB}_{i,t} - \text{LPIB}_{i,t-1} = & \alpha_1 \text{LPIB}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{LINV} + \alpha_3 \text{LINF} + \alpha_4 \text{FLi}_t \\ & + \alpha_5 \text{LOUV} + \alpha_6 \text{LLIQ} + \alpha_7 \text{LH} + \alpha_8 \text{LCREDIT} + \varepsilon_i + \gamma_t + e_{i,t} \end{aligned}$$

LPIB_{i,t} : C'est le logarithme du PIB réel par habitant. A partir de cette variable nous calculons la variable expliquée, à savoir le taux de croissance réel par habitant, en soustrayant le logarithme du PIB à l'instant (t-1) au logarithme du PIB de l'instant(t).

LINV : Logarithme du ratio (FBCF+ΔS/PIB). L'investissement est une variable clef de la croissance et devrait avoir un effet positif.

LINF : Logarithme du taux d'inflation. Ce qui justifie l'introduction du taux d'inflation comme variable explicative de la croissance est le concept de la répression financière. En effet, un taux d'inflation élevée caractérise des économies où la répression financière est forte, afin que le taux d'intérêt réel soit négatif réduisant le poids de la dette publique. Or, une forte inflation défavorise des investissements à long terme et exerce un effet nuisible à la croissance. Le signe attendu pour cette variable est donc négatif.

LFi_t : C'est l'indice de libéralisation financière, cette variable est utilisée comme une variable proxy de la libéralisation financière. Le calcul de cet indice est un exercice qualitatif repose sur le type et l'année de libéralisation. Ainsi, la construction de notre indice regroupe les six différents éléments du processus de libéralisation financière (libéralisation du taux d'intérêt, réserves obligatoires, réglementation prudentielle, barrière à l'entrée, contrôle des crédits et privatisation des banques commerciales).

LLIQ : reflète la liquidité de l'économie mesurée par le logarithme de rapport M₂/PIB.

LOUV : Comme Berthélemy et Varoudakis (1998) on utilise le logarithme du coefficient d'ouverture commerciale calculé par le ratio (exportation(X°)+importation(M°)/PIB).

LH : Le logarithme de stock de capital humain, mesuré par le ratio d'inscription à l'enseignement secondaire.

LCREDIT : C'est le logarithme des crédits distribués aux secteurs privés, mesuré par le ratio crédit privé/PIB.

ε_i : Effet spécifique permettant de contrôler les différences non observables, qui existent entre les pays.

γ_t : Effet temporel permettant de contrôler les chocs conjoncturels qui frappent les économies .

$e_{i,t}$: Erreur aléatoire, identiquement indépendant distribution(iid) et suivant la loi normale d'espérance nulle et de variance σ^2 .

Il existe plusieurs méthodes d'estimation. Le choix de la méthode dépend des hypothèses que l'on effectue sur les paramètres et sur les perturbations. Notre estimation est faite selon trois modèles différents s'inscrivant dans la spécificité générale exposée ci-dessus.

A- Le modèle de moindres carrés ordinaires (MCO)

Nous faisons, tout d'abord, l'hypothèse des comportements uniformes dans le temps et parmi les individus. Dans ce cadre, les coefficients à estimer sont considérés comme étant invariants d'un individu à l'autre. Ainsi le modèle à estimer est le suivant :

$$\text{LPIB}_{i,t} - \text{LPIB}_{i,t-1} = \alpha_1 \text{LPIB}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{LINV} + \alpha_3 \text{LINF} + \alpha_4 \text{Fli} + \alpha_5 \text{LOUV} + \alpha_6 \text{LLIQ} + \alpha_7 \text{LH} + \alpha_8 \text{LCREDIT} + \varepsilon_i + e_{i,t}$$

Ce modèle est facile à estimer puisque les hypothèses retenues permettent d'utiliser la méthode de moindres carrés ordinaires(MCO). Mais son inconvénient, résulte de l'absence d'hétérogénéité.

B- Le modèle à effets fixes

L'utilisation des effets fixes conduit à supposer l'existence d'un effet fixe spécifique à chaque individu. La prise en compte d'un effet spécifique n'est effectué qu'au niveau du résidu $e_{i,t}$. Les erreurs sont toujours homoxédastiques. Le modèle devient alors :

$$\text{LPIB}_{i,t} - \text{LPIB}_{i,t-1} = \alpha_1 \text{LPIB}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{LINV} + \alpha_3 \text{LINF} + \alpha_4 \text{FLi}_t + \alpha_5 \text{LOUV} + \alpha_6 \text{LLIQ} + \alpha_7 \text{LH} + \alpha_8 \text{LCREDIT} + \varepsilon_i + \gamma_t + e_{i,t}$$

Pour estimer ce modèle, on lui applique, tout d'abord, l'opérateur within, puis dans une deuxième étape, on procède à l'estimation par les MCO de ce modèle transformé. Pour cela il faut vérifier la pertinence de l'adjonction des effets spécifiques. Il s'agit alors de tester la significativité de ces effets à l'aide de statistique de Fisher :

$$H_0 : \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_N$$

$$F_c = \frac{\text{SCE}/(N-1)}{\text{SCR}/(\text{NT} - N - K + 1)}$$

C- Le modèle à effets aléatoires :

Il constitue une extension des effets fixes. Il introduit l'effet spécifique dans le terme aléatoire. Les résidus sont alors hétéroscastiques, ce qui nécessite une estimation par la méthode des moindres carrés généralisés (MCG) car nous ne disposons pas de la matrice de variance-covariance Ω . Lorsque l'hypothèse $E(\varepsilon_t \varepsilon_{t'}) = 0$ si $t \neq t'$ n'est pas vérifiée, la matrice $E(\varepsilon \varepsilon') = \Omega_\varepsilon \neq \sigma_\varepsilon^2 I$ n'est plus la forme particulière puisque $\text{cov}(\varepsilon_t, \varepsilon_{t'}) \neq 0$ et les estimateurs obtenus par la méthode des MCO sont sans biais mais ne sont plus à variance minimale.

$$\text{En effet : } \Omega_\alpha = E[(\hat{\alpha} - \alpha)(\hat{\alpha} - \alpha)']$$

$$\text{Avec } (\hat{\alpha} - \alpha) = (X'X)^{-1} X'\varepsilon \quad \text{et} \quad (\hat{\alpha} - \alpha)' = \varepsilon'X (X'X)^{-1}$$

$$\Rightarrow (\hat{\alpha} - \alpha)(\hat{\alpha} - \alpha)' = (X'X)^{-1} X'\varepsilon \varepsilon'X (X'X)^{-1}$$

$$\Rightarrow \Omega_\alpha = (X'X)^{-1} X'E(\varepsilon \varepsilon')X (X'X)^{-1}$$

$$\Rightarrow \Omega_\alpha = (X'X)^{-1} (X'\Omega_\varepsilon X) (X'X)^{-1}$$

$$\text{Soit : le modèle } Y_{it} = X_{it} \alpha + \mu_{it}$$

Avec $\mu_{it} = \alpha_i + \varepsilon_{it}$ sont des perturbations aléatoires non corrélées.

L'estimateur des MCG s'écrit : $\hat{\alpha}_{MCG} = (X'\Omega^{-1}X)^{-1} X'\Omega^{-1}Y$ qui, est qualifié de BLUE (Best Linear Unbiased estimator), au sens qu'il fournit une variance minimale.

Le modèle à estimer par les MCG est le suivant :

$$\text{LPIB}_{i,t} - \text{LPIB}_{i,t-1} = \alpha_1 \text{LPIB}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{LINV} + \alpha_3 \text{LINF} + \alpha_4 \text{FLi}_t + \alpha_5 \text{LOUV} \\ + \alpha_6 \text{LLIQ} + \alpha_7 \text{LH} + \alpha_8 \text{LCREDIT} + \varepsilon_i + \gamma_t + e_{i,t}$$

Ainsi, ces différentes méthodes d'estimation, complétées par les tests, permettront de dégager le modèle optimal pour l'interprétation des résultats.

D'après Bernard Eric (2000, p 15) : «*Il n'était pas possible d'estimer le modèle en effets fixes car nous disposions de variables spécifiques à chaque pays qui étaient constantes au cours du temps. C'est le cas de la variable de capital humain school et de la variable PIB. Effectuer une régression en effets fixes aurait conduit à sortir arbitrairement ces deux variables de l'ensemble des explicatives*».

Ainsi, l'économétrie des données de Panel peut-être considérée comme le meilleur moyen pour prendre en compte le phénomène de croissance car elle fournit des informations en dynamique pour un grand nombre de pays.

I-2- Présentation de l'échantillon

Le secteur financier de la plupart des pays émergents est basé essentiellement sur l'activité bancaire. Ainsi, la libéralisation financière est considérée comme l'indicateur le plus approprié pour l'étude de ces pays en matière de croissance économique. On a choisi de travailler avec un échantillon hétérogène, composée des pays appartenant à la même catégorie (pays à revenu intermédiaire) mais la décomposition de cet échantillon en termes de revenu ou de niveau de développement n'est pas unique. En effet, pour ce genre de sujet, il serait intéressant d'introduire une donnée géographique. Cette décomposition à l'avantage de regrouper des pays qui ont des environnements économiques, institutionnels et sociaux relativement comparables.

De plus, la libéralisation a eu des effets différents selon l'appartenance des pays à ces blocs, nous pouvons créer deux sous-groupes. Le premier regroupe les pays appartenant aux blocs des pays d'Afrique et le second regroupe les pays appartenant aux blocs des pays d'Asie et d'Amérique Latine.

Tableau : liste des pays de l'échantillon par blocs

Pays d'Afrique	Pays d'Asie et d'Amérique Latine	
	Pays d'Asie	Pays d'Amérique Latine
Burkina Faso		
Côte d'Ivoire	Corée	Argentine
Ghana	Inde	Brésil
Mali	Indonésie	Chili
Ouganda	Malaisie	Mexique
Tanzanie	Pakistan	Pérou
Tunisie	Philippines	
	Thaïlande	

Notre échantillon s'est étalé de 1975 jusqu'à 1999. Ce choix de la période est justifié par le fait que le mouvement de libéralisation financière est touché de nombreux pays émergents au cours de trois dernières décennies et par la disponibilité des données pour certains de ces pays.

Nous menons notre estimation sur deux échantillons : Dans un premier temps, nous effectuons des estimations pour l'échantillon dans sa totalité. Par la suite nous partageons notre échantillon en deux sous-groupes, l'un regroupant les pays d'Afrique, l'autre les pays d'Asie et d'Amérique Latine.

Finalement, étant donné qu'une grande part du financement de l'économie des pays émergents s'effectue par l'intermédiaire des banques. L'état de santé du système bancaire constitue l'un des facteurs clés de la réussite ou de l'échec d'une politique de libéralisation

financière. C'est pourquoi nous effectuerons des régressions en tenant compte uniquement des variables bancaires (LLIQ et LCR) et de l'indice de libéralisation financière (LIBF_{i,t}).

I-3- Sources des données

Nous avons utilisé les données fournis par la base CD-ROM du World Development Indicators 2000 de la Banque Mondiale et la base CD-ROM du Fonds Monetary International dans sa mise à jour de 2000 (International Financial Statistics IFS2000).

III/ Estimation et Interprétation des résultats

II.1- Résultats des régressions

Tableau n°1 : Estimation en MCG de l'échantillon total

Modèle	Effets aléatoires					
	1	2	3	4	5	6
Régression						
Constante	-0,0251 (-2,1202)	-0,0170 (-1,4077)	-0,0178 (-1,1332)	-0,0169 (-1,0583)	-0,0212 (-1,5100)	-0,0238 (-1,2989)
LPIB(-1)	-0,0201 (-5,6534)	-0,0140 (-3,6162)	-0,0219 (-2,5681)	-0,0190 (-2,1930)	-0,0111 (-2,6189)	-0,0167 (-1,7161)
LINV	0,1021 (9,9611)	0,0862 (7,8815)	0,0827 (6,0127)	0,0787 (5,4495)	0,0963 (8,2640)	0,0829 (5,3292)
LINFL	-0,0063 (-3,0872)	-0,0095 (-4,4195)	-0,0085 (-3,6339)	-0,0094 (-3,7871)	-0,0114 (-4,8652)	-0,0097 (-3,6441)
LOUV	-0,0167 (-2,4400)	-0,0129 (-1,8633)	-0,0142 (-1,5482)	-0,0128 (-1,3615)	-0,0055 (-0,7075)	-0,0095 (-0,9267)
LH			0,0171 (1,1461)	0,0157 (1,0356)		0,0123 (0,7666)
LCR					-0,0082 (-1,0323)	-0,0097 (-1,0024)
LLIQ					-0,0131 (-1,3273)	0,0017 (0,1459)
LIBF		-0,0052 (-4,1101)		-0,0016 (-1,0867)	-0,0050 (-3,8845)	-0,0015 (-1,0148)
R ²	0,3904	0,4180	0,4349	0,4374	0,4286	0,4401
DW	1,3212	1,3776	1,4056	1,4146	1,3968	1,4316
Nbre. d'obs.	384	384	276	276	379	271

Note : Les chiffres entre parenthèses correspondent aux « t - student ».

Tableau n°2 : Estimation en MCG des deux sous-échantillons

Modèle	Effets aléatoires								
	Pays d'Amérique Latine et d'Asie						Pays d'Afrique		
Régression	1	2	3	4	5	6	1	2	3
Constante	0,0764 (1,3094)	-0,0093 (-0,1565)	0,0852 (1,1527)	0,0704 (0,8249)	0,0647 (0,9122)	0,1061 (1,0919)	-0,0305 (-3,2506)	-0,0308 (-2,7197)	-0,0310 (-2,4284)
LPIB(-1)	-0,0277 (-5,6618)	-0,0119 (-1,949)	-0,0215 (-2,1542)	-0,0198 (-1,6950)	-0,0176 (-2,5057)	-0,0222 (-1,6987)	-0,0057 (-0,9255)	-0,0047 (-0,6721)	-0,0153 (-1,0376)
LINV	0,0926 (5,6893)	0,0805 (5,0037)	0,0724 (3,6276)	0,0729 (3,6021)	0,0921 (5,4640)	0,0817 (3,7961)	0,0311 (2,2327)	0,0309 (2,0877)	0,0399 (2,2338)
LINFL	-0,0078 (-3,2117)	-0,0108 (-4,2494)	-0,0098 (-3,5377)	-0,0103 (-3,4841)	-0,0132 (-4,7928)	-0,0108 (-3,4743)	0,0049 (1,1476)	0,0061 (1,2797)	0,0056 (1,0556)
LOUV	-0,0180 (-2,3052)	-0,0123 (-1,6458)	-0,0132 (-1,2592)	-0,0126 (-1,1527)	-0,0068 (-0,7762)	-0,0091 (-0,7459)	0,0035 (0,2041)	0,0003 (0,0201)	0,0053 (0,2554)
LH			-0,0010 (-0,0534)	-0,0006 (-0,0319)		-0,0028 (-0,1315)			0,0108 (0,5434)
LCR					-0,0004 (-0,0451)	-0,0058 (-0,5060)			
LLIQ					-0,0244 (-1,9089)	-0,0083 (-0,5358)			
LIBF		-0,0068 (-3,4400)		-0,0011 (-0,4722)	-0,0046 (-2,1073)	-0,00009 (-0,0361)		0,0010 (0,9314)	
R ²	0,2988	0,3083	0,3088	0,3116	0,3391	0,3241	0,5107	0,5199	0,5663
DW	1,3049	1,3315	1,3106	1,3611	1,3638	1,3209	1,8254	1,8509	1,9102
Nbre. d'obs	280	280	199	199	280	199	104	104	77

Note : Les chiffres entre parenthèses correspondent aux « t - student »

Tableau n°3 : Résultats pour les variables bancaires et la libéralisation financière uniquement.

Modèle	Effets aléatoires					
	Echantillon total		Pays d'Amérique Latine et d'Asie		Pays d'Afrique	
Régression	1	2	3	4	5	6
Constante	-0,0122 (-1,3700)	-0,0112 (-1,2757)	0,0591 (2,2756)	-0,0144 (0,5276)	-0,0242 (-2,9655)	-0,0278 (-4,9085)
LLIQ	0,0109 (1,4317)	0,0198 (2,5971)	-0,0002 (-0,0252)	0,0153 (1,5479)	0,0221 (1,8445)	0,0288 (2,9514)
LCR	0,0091 (1,4105)	0,0050 (0,7978)	0,0009 (0,1120)	0,0044 (0,5325)	-0,0011 (-0,1213)	-0,0059 (-0,7572)
LIBF		-0,0070 (-6,0949)		-0,0093 (-5,5032)		-0,0002 (-0,2070)
R ²	0,2167	0,2833	0,0435	0,1440	0,4286	0,3921
DW	1,1663	1,2703	1,1655	1,3047	1,4911	1,4027
Nbre. d'obs.	431	431	288	288	143	143

Note : Les chiffres entre parenthèses correspondent aux « t - student » .

II.2- Interprétation des résultats

Le tableau n°1 regroupe les résultats des régressions pour l'échantillon dans sa totalité. Les résultats apparaissent concluants, les R^2 associés aux différentes estimations sont très corrects, même si peu les variables apparaissent significativement explicatives dans la recherche des facteurs de croissance.

☞ Les coefficients des variables LINV et LINFL ont chacune le signe prévu et les deux sont fortement significatifs. En effet, l'investissement est considéré comme le moteur de la croissance économique. Pour le paramètre relatif à la variable inflation, il est fortement significatif et exerce un effet négatif sur la croissance. Cela se coïncide avec les différentes analyses théoriques qui considèrent l'inflation comme un facteur nuisible à la croissance économique.

☞ Le paramètre relatif à la variable capital humain(LH), comme étant un facteur direct de croissance, est positif pour l'échantillon de l'ensemble de pays et les pays d'Afrique, il est négatif pour les pays d'Amérique Latine et d'Asie. Ce paramètre n'est pas significatif pour tous les échantillons considérés. Dans plusieurs travaux empiriques utilisant une approche en données de panel, l'effet direct du capital humain sur la croissance est négatif.

☞ Pour les pays émergents, le coefficient de la variable LCR est très petit et presque nul, en plus il n'est pas significatif. Cette variable exerce un effet néfaste sur la croissance. Ce résultat ne corrobore pas la plupart des études empiriques qui constatent que le développement du crédit exerce un effet positif sur la croissance (Levine et Zervos [1998]). Cela peut être justifié par le fait que l'activité du crédit peut avoir un effet pervers sur la croissance à cause des multiples innovations financières qui sont créées en dehors du système bancaire. De plus, la prise en compte du mécanisme du crédit, comme étant basée sur la création monétaire et la transformation, peut avoir des conséquences négatives sur la croissance.

On constate aussi que les pays d'Afrique convergent vers un même niveau de développement (constante est significativement négative), alors que les pays d'Amérique Latine et d'Asie convergent vers un niveau de développement différent.

☞ Le coefficient négatif associé à la variable LPIB (-1) nous montre que les différents pays du groupe convergent vers un même état stationnaire. Les propriétés mises en évidence par cette β - convergence nous montrent que les pays les plus pauvres du groupe rattrapent les plus riches. Ainsi, la variable LPIB (-1) constitue une vérification de la théorie de rattrapage puisque son signe est conforme aux idées avancées par cette théorie. En revanche, le degré d'ouverture LOUV est doté du signe négatif, ce qui montre qu'une plus grande ouverture des économies a un effet négatif sur la croissance. Ce résultat va à l'encontre de ce que précise la théorie à ce sujet. Dans la mesure où cet indicateur n'est pas optimal et n'est pas très robuste.

☞ En ce qui concerne la variable LLIQ, elle a un effet positif sur la croissance et a un bon signe dans la régression 6 qui suggère qu'une augmentation de la liquidité dans l'économie soit favorable à la croissance, mais ce n'est pas significatif.

☞ Le résultat le plus important dans cette régression concerne la variable LIBF. Pour l'échantillon total de l'ensemble de pays cette variable prend un coefficient négatif et fortement significatif comme le montre les régressions 2 et 5. Donc, la conclusion qu'on peut tirer à partir de ces estimations est que la libéralisation financière exerce un effet négatif sur la croissance économique. Ainsi, la plupart des analyses théoriques de nature principalement macro-économique, mettent en avant deux séries d'explications aux crises bancaires qui affectent le développement économique. D'une part, la libéralisation financière rend les banques vulnérables aux chocs macro-économiques. D'autre part la fragilité financière est aggravée, par un excès de l'intervention publique et par l'insuffisance des dispositifs de supervision dans les pays émergents qui se répercutent sur le mode de financement des économies et donc elle diminue le rythme de croissance.

Pour l'échantillon des pays d'Amérique Latine et d'Asie, le paramètre de la variable LIBF est significatif sans introduction du capital humain comme variable explicative. Ce résultat est justifié par le fait que les pays d'Amérique Latine et d'Asie ont été particulièrement touchés par, des crises bancaires dont le coût a souvent été considérable, et par des difficultés économiques graves.

Pour l'échantillon des pays d'Afrique, le coefficient de la variable LIBF est très petit et n'est pas significatif. Ce résultat empirique peut être expliqué par le fait que le processus de libéralisation financière dans ces pays est mis de façon prudente et lente.

Enfin, dans la mesure que la plus grande partie de financement de l'économie des pays émergents s'effectue par l'intermédiaire des banques. C'est pourquoi nous avons effectué, en dernière étape, des régressions en prenant compte uniquement les variables bancaires ou en introduisant l'indice de libéralisation financière comme une variable explicative. Les résultats sont rapportés dans le tableau n° 3. Nous remarquons que LLIQ est positif et significatif quel que soit l'échantillon considéré. Les résultats pour LIBF confirment ce que nous avons précisé auparavant, à savoir qu'elle est très significative et elle exerce un effet néfaste sur la croissance. Par contre, nous n'avons pas retrouvé les résultats de Levine pour que le développement des intermédiaires financiers (LCR), et des banques notamment, constituent un facteur clé de croissance économique.

III/ Conclusion : Ce qu'il faut retenir de la libéralisation financière

Nos résultats mettent en évidence un effet mitigé de la libéralisation financière sur la croissance économique des pays émergents. Ainsi, lorsque l'on prend en compte les conditions macro-économiques inadéquates, il semble que la libéralisation financière ne générant pas les résultats positifs que l'on en souhaitait.

En effet, plusieurs conditions sont nécessaires à la réussite des politiques de libéralisation financière. Parmi les conditions initiales, on peut retenir le niveau d'inflation, la stabilité macro-économique, la solidité initiale du système bancaire et le dispositif de réglementation prudentielle.

Alors, lorsque l'inflation est forte, une libéralisation financière n'est pas au service de l'économie productive. A l'évidence, les taux d'intérêt nominaux sont plus faibles que le taux d'inflation, et dans ce cas les taux d'intérêt réels sont négatifs. De même lorsque l'inflation est grande et variable, les comportements réels s'ajustent difficilement.

















En l'absence de stabilité macro-économique, essentiellement quand les créances sur le secteur public restent élevées en raison d'un déficit budgétaire prolongé, la libéralisation financière est échouée. Bien entendu, la stabilité macro-économique implique la stabilité de prix, ce qui nécessite la discipline en matière budgétaire, et un faible croissance de la masse monétaire pour ajuster l'inflation et résorber dans une large mesure l'effet sur la balance des transactions courantes et sur l'endettement extérieur.

Par ailleurs, la solidité initiale du système bancaire est une condition nécessaire. Par exemple, les pays émergents se sont engagés dans un processus de libéralisation financière alors que leurs systèmes bancaires étaient caractérisés par une forte détresse financière.






















Tout ceci explique l'urgence et l'importance d'un dispositif de supervision et de réglementation prudentielles adaptée. En pays émergents, l'absence d'un véritable dispositif de supervision, explique la détresse financière prolongée. C'est la qualité de la supervision qui permettrait de repérer la date et l'ampleur d'une crise, et d'identifier ses remèdes. C'est aussi une bonne supervision, qui annule toute garantie explicite ou implicite de l'Etat aux engagements des banques locales.


















Donc, comment et dans quel contexte la libéralisation financière doit elle s'inscrire? Les travaux (empiriques et théoriques) récentes permettent de répondre à cette question. Dans la mesure où, la libéralisation de la sphère financière ne peut intervenir que dans un environnement institutionnel et économique adéquat.

Références Bibliographiques

-  **AMABLE B. et CHATELAIN JB (1995)** : «Systèmes financiers et croissance, les effets du «court termisme», Revue Economique, n° 3, pp 827-836.
-  **AMABLE B. et CHATELAIN JB. (1995)** : « Efficacité des systèmes financiers et développement économique », Economie Internationale, n°61, 1^{er} trimestre, pp :99-130.
-  **ARTUS P. (2000)** : « Crises des pays émergents : faits et modèles explicatifs », Ed. Economica.
-  **ATJE R. et JOVANOVIC B. (1993)**: «Stock markets and development », European Economic Review, n°37, pp: 632-640.
-  **BANDIERA O., CAPRIO J.G, PATRICK H et SCHIANTARELLI F. (1999)**: «Does financial reform raise or reduce savings?», the World Bank, Working Papers n° 2062, 59p.
-  **BEKAERT G, HARVEY C.R et LUNDBLAD C (2001)**: « Does financial liberalization spur growth? », NBER Working paper series /WPS 8245, 66 p.
-  **BENCIVENGA V. and SMITH B. (1991)**: «Financial Intermediation and Endogenous Growth », Review of Economic Studies, Vol (58), n°2, pp: 195-209
-  **BEN M'RAD FW et JACQUES JF (2000)**: « La relation finance-développement : un éclairage par le modèle de vecteur à correction d'erreurs pour cas du système financier tunisien », Université Paris IX Dauphine (www.dauphine.fr), 30p.
-  **BERNARD E. (2000)** : « Développement financier, politique monétaire et croissance économique : Validations empiriques en données de panel », Laboratoire d'Economie à l'université d'Orléans, Faculté de droit, d'Economie et de Gestion, 29p.
-  **BERNOU N. et GRONDIN M. (2000)** : «Quel mode d'ouverture financière pour les pays en développement ? Les spécificités d'un système bancaire efficacement réglementé », GDR Economie Financière, Tunis, 22 et 23 juin, 20p.
-  **BERNOU N. et GRONDIN M. (2000)** : «Réconciliation entre libéralisation financière et croissance économique dans un modèle fondé sur la banque », Colloque International « Reconstruire l'architecture du système financier international », Sienna, 23 et 24 mai, 34p.
-  **BERTHELEMY J.C et VAROUDAKIS A (1998)** : « Développement financier, Réformes financières et croissance : une approche en données de panel », Revue Economique, Vol. (49), n° 1, pp: 195-206.
-  **BERTHELEMY JC et VAROUDAKIS A. (1994)** : « Intermédiation financière et croissance endogène », Revue Economique, Vol (45), pp : 737-750.
-  **BONAGLIA F., ANDREA G. et CHRISTINE R. (2000)** : « Le processus de réforme en Afrique : une tentative de quantification », Centre de Développement de l'OCDE, premier forum international sur les perspectives africaines, l'Afrique Emergente, Paris, 3 et 4 février, 36p.
-  **CHAKER S. née KRIAA (1992)** : «A propos de la libéralisation du taux d'intérêt : remède ou piège », Revue Tunisienne d'Economie et de Gestion, n° 10, décembre, pp :67-106.
-  **BUFFIE E.F (1982)**: « Financial repression, the new structuralists, and stabilization policy in semi-industrialized Economies », Journal of Development Economics, 14 (1984), pp: 205

semi-industrialized Economies », *Journal of Development Economics* 14 (1984), pp: 305-322.

-  **CHANG et VELASCO (1998)**: «The Asian Liquidity Crisis », Federal Reserve Bank of Atlanta, Working paper series /WPS 9827, 59p.
-  **De GREGORIO J. (1992)**: «Economic growth in Latin America», *Journal of Development Economics* 39, pp: 59-84.
-  **DEMIRGUC-KUNT A et DETRAGIACHE E. (1998)**: « Financial Liberalization and financial fragility », IMF Working paper series / WPS 1917, 48 p.
-  **DOOLEY M.P. et MATHIESON D.J. (1987)** : «Libéralisation financière dans les pays en développement », *Finances et Développement*, septembre, pp 31-34.
-  **EBOUE C (1998)** : « La libéralisation financière dans les pays en développement : une évaluation préliminaire du cas africain», Banque Mondiale, Institut de Développement Economique, Abidjan 5 et 6 octobre, 22 p.
-  **FISCHER B et REISEN H (1992)** : « Libéralisation des mouvements de capitaux dans les pays en développement : pièges, exigences et perspectives», OCDE.
-  **FISCHER B. et REISEN H. (1992)**: « Vers la liberté des mouvements de capitaux », OCDE, 28p.
-  **FRANCOIS C. (1996)** : «La mondialisation financière : Genèse, coût et enjeux », Ed. SYROS.
-  **FRY ML. (1997)**: « » In Favor of Financial Liberalization », *Economic Journal*, N°107, pp: 754-770.
-  **ISLAM N. (1995)**: « Growth Empirics: A panel Data Approach», *The Quarterly Journal of Economics*, November, pp: 1127-1171.
-  **JEANS-JACQUES R. et MICHEL D. (1981)** : «La répression financière », Ed. Bonnel, Paris.
-  **JOSEPH A.(1999)**: «La réforme du système financier », OCDE, 64p.
-  **KAMINISKY G.L et REINHART C.M (1996)**: « The twin crises: the causes of banking and balance of paiements problems », Board of Governors of the Federal Reserve System, International Financial Discussion Papers, N°544, March.
-  **KING R. et LEVINE R. (1993a)**: « Finance, Entrepreneurship and growth: Theory and Evidence», *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, n°3, pp 513-542.
-  **LAROCHE A, LEMOINE.E, MILLIEN A., PARTS F. et ZHANG YJ. (1995)** : « Croissance, marchés financiers : Une approche empirique », *Economie Internationale Revue du CEPPII*, N°64, 4^{ième} trimestre, pp : 39-60.
-  **LEVINE R et ZERVOS S. (1998)**: «Stock markets, Banks and Economic Growth», *The American Economic Review*, June, pp: 537-558.
-  **LEVINE R. (1997)**: « Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda », *Journal of Economic Literature*, Vol(35), pp : 688-726.
-  **LUC L (2000)**: «Financial liberalisation and financing constraints: evidence from panel data on emerging economics», *The World Bank Working Paper n° 2467*, 50p.
-  **LUCAS R. (1988)**: « On the mechanics economics development», *Journal of Monetary Economics*, Vol(22), July, pp: 3-42.
-  **MAC KINNON RI. (1973)**: « Money and capital in economic development », The Brookings Institution, Washington.
-  **MADIES T et MADIES P. (1999)** : « L'analyse économique des grandes questions d'actualité », Ellipses/ Edition marketing SA.

-  **MANKIN NG, ROMER D et WEIL DN. (1992):** « A Contribution to the Empirics of Economic Growth », The Quaterly Journal of Economics, Vol (107), pp: 407-437.
-  **MARC H.(2000)** : « Banques et croissance : examen critique et analyse en données de panel », Papier Présenté aux 17^{ième} journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire, LISBONNE, 7; 8 et9Juin, 30p.
-  **MIOTTI L. et PLIHON D.(2000)** : « Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires », Colloque "Reconstruire l'architecture du système financier international", Sienne, 23-24 mai, 40p.
-  **PATRICK H. (1999):** «Financial Liberalization: How Far? How Fast? », The World Bank Reasearch paper 18, 37p.
-  **ROMER P. (1986):** « Increasing Returns and Long Run Growth», Journal of Political Economy, Vol(94), October, pp:1002-1037.
-  **ROUBINI N and. SALA-I-MARTIN X (1992):** « Financial Repression and Economic Growth», Journal of Development Economics, Vol (39), pp: 5-30.
-  **SAIDANE D.(1995)** : « Libéralisation financière, séquentialisation et marchés des capitaux : Le cas de la Tunisie », Annales d'Economie et de Gestion, Vol(3), n°5, octobre, pp : 73-111.
-  **SAINTPAUL G. (1992):** «Technological choice, financial markets and economic development », European Economic Review, Vol (36), pp: 763-781.
-  **SAVVIDES A. (1995):** « Economic Growth in Africa", World Development, Vol (23),n°3, pp: 449-458.
-  **SHAW E.S (1973):** «Financial Deepening in Economic Development», Oxford University Press, New York.
-  **SOLOW RM. (1956):** « A Contribution to theory of Growth », Quaterly Journal of Economics, Vol (70), pp: 65-94.
-  **STIGLITZ JS. (2000):** « Capital market liberalization, economic growth and instability», World Development, Vol (28), n°6, pp: 1075-1086.
-  **TALBI B. et MORISSON (1996)** : « La croissance de l'économie tunisienne en longue période », OCDE.
-  **TIJANI N. (1999)** : « Libéralisation et fragilité financières : un éclairage pour l'expérience tunisienne », Finances et Développement au Maghreb, n°24, Juin, pp :37-57.
-  **TRUQUIN S. (2000)** : «Libéralisation financière, structure financière et croissance économique : Quelque développement théorique et empirique», Colloque GRECOS, Mondialisation, Globalisation et Stratégies d'Entreprises, GIRONA, 30-31 octobre, 22p.
-  **TSURU K (2000):** «Finance and Growth: Some theoretical considerations and a review of empirical literature», OCDE, Economic Department Working Paper n° 228, 51p.
-  **VENET B.(1994)** : « Libéralisation financière et développement économique : Une revue critique de la littérature », Revue d'Economie Financière, n°29, pp : 87-111.

Annexe 01: Années de libéralisation financière avec respect de six mesures

pays	Taux d'intérêt	Barrière à l'entrée	Réserves obligatoires	Contrôle de crédit	Privatisation	Réglementation prudentielle
Argentine	1989	1977	1993	1993	1995	1994
Brésil	1989	1991	1988	1994	1997	1998
Chili	1985	1997	1980	1976	1986	1986
Inde	1996	1993	1993	1994	-	1996
Indonésie	1983	1988	1988	1990	1992	1997
Malaisie	1991	1994	1994	1991	1988	1989
Mexique	1989	1993	1989	1991	1992	1994
Pakistan	1995	1993	-	1995	1997	1994
Pérou	1991	1996	1991	1992	1995	1993
Philippines	1985	1994	1994	1983	1996	1993
Corée	1993	1989	1996	1996	1983	1992
Thaïlande	1992	1995	1992	1992	1988	1997
Tunisie	1987	1996	1989	1993	1997	1992
Burkina-Faso	1993	-	1998	1989	-	1993
Côte d'Ivoire	1993	1993	1998	1989	1991	1993
Mali	1993	-	1998	1989	1989	1993
Ghana	1988	1990	1997	1992	1995	1989
Ouganda	1994	-	-	-	-	1993
Tanzanie	1993	1998	1998	1991	-	1991

Source: Divers rapports de FMI et working papers, divers rapports de la Banque Mondiale, working papers and discussion papers, divers rapports de FMI et working papers, divers rapports de Banque Mondiale, working papers and discussion papers, Demirgûc-Kunt and Detragiache (1998) et Luc Laeven (2000).

Annexe 02: La séquence de la libéralisation financière

pays	Taux d'intérêt	Barrière à l'entrée	Réserves obligatoires	Contrôle du crédit	Privatisation	Réglementation prudentielle
Argentine	2	1	3,5	3,5	6	5
Brésil	2	3	1	4	5	6
Chili	3	6	2	1	4,5	4,5
Inde	4,5	1,5	1,5	3	-	4,5
Indonésie	1	2,5	2,5	4	5	6
Malaisie	3,5	5,5	5,5	3,5	1	2
Mexique	1,5	5	1,5	3	4	6
Pakistan	3,5	1	-	3,5	5	2
Pérou	1,5	6	1,5	3	5	4
Philippines	2	4,5	4,5	1	6	3
Corée	4	2	5,5	5,5	1	3
Thaïlande	3	5	3	3	1	6
Tunisie	1	5	2	4	6	3
Burkina-Faso	2,5	-	4	1	-	2,5
Côte d'Ivoire	4	4	6	1	2	4
Ghana	1	3	6	4	5	2
Mali	3,5	-	5	1,5	1,5	3,5
Tanzanie	3	4,5	4,5	1,5	-	1,5
Ouganda	2	-	-	-	-	1
Moyenne	2,5	3,7	3,5	2,8	3,85	3,65
Médiane	2,7	4,5	3,7	3,4	5,1	4,05

Note: Ce tableau indique la séquence de libéralisation financière avec respect de chacun de six différentes mesures. Le nombre 1 indique alors que le type de libéralisation en question était le premier mesure (dehors de 6) qui arrive en effet. Le nombre 2 retrace le second mesure qui devient effectif, etc...

Les moyennes sont utilisées lorsque les mesures étaient exécutées dans les mêmes années.

Source: Divers rapports de FMI et working papers, divers rapports de la Banque Mondiale, working papers and discussion papers, Divers rapports de FMI et working papers, divers rapports de Banque Mondiale, working papers and discussion papers, Demirgûc-Kunt and Detragiache (1998) et Luc Laeven (2000).

Annexe 03: Indice de la libéralisation financière par années et par pays

pays	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Argentine	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Brésil	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Chili	0	1	1	1	1	2	2	2	2	2	3	5	5
Inde	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Indonésie	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3	3	3	3
Malaisie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mexique	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pakistan	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pérou	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Philippines	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2	2	2
Corée	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1
Thaïlande	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Tunisie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Burkina-Faso	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Côte d'ivoire	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ghana	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mali	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tanzanie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ouganda	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

pays	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Argentine	1	2	2	2	2	4	5	6	6	6	6	6
Brésil	1	2	2	3	3	3	4	4	4	5	6	6
Chili	5	5	5	5	5	5	5	5	5	6	6	6
Inde	0	0	0	0	0	2	3	3	5	5	5	5
Indonésie	3	3	4	4	5	5	5	5	5	6	6	6
Malaisie	1	2	2	4	4	4	6	6	6	6	6	6
Mexique	0	2	2	3	4	5	6	6	6	6	6	6
Pakistan	0	0	0	0	0	1	2	4	4	5	5	5
Pérou	0	0	0	2	3	4	4	5	6	6	6	6
Philippines	2	2	2	2	2	3	5	5	6	6	6	6
Corée	1	2	3	3	3	4	4	4	6	6	6	6
Thaïlande	1	1	1	1	4	4	4	5	5	6	6	6
Tunisie	1	2	2	2	3	4	4	4	5	6	6	6
Burkina-Faso	0	1	1	1	1	3	3	3	3	3	4	4
Côte d'ivoire	0	1	1	2	2	5	5	5	5	5	6	6
Ghana	0	2	2	2	2	4	4	4	4	4	5	5
Mali	1	2	3	3	4	4	4	5	5	6	6	6
Tanzanie	0	0	0	0	0	1	2	2	2	2	2	2
Ouganda	0	0	0	2	2	3	3	3	3	3	5	5

Note : Le tableau au-dessus se concentre sur le changement dans le degré de libéralisation financière à l'intérieur du pays. Ce tableau indique le nombre de mesures qui peut être exécuté avec respect de six différentes mesures de libéralisation du système financier. Cet indice est construit comme la position de dernière année. Cet indice varie entre 0 et 6, avec 6 indiquant le niveau élevé de la libéralisation financière.

Source : Divers rapports de FMI et working papers, divers rapports de la Banque Mondiale, working papers and discussion papers, Demirgûc-Kunt and Detragiache (1998) et Luc Laeven (2000).